

拯救美国经济的焦点人物、美国有史以来最年轻的财政部长
蒂莫西·F·盖特纳，关于金融危机的亲笔反思录

巴菲特和比尔·盖茨共同倾力推荐！

压力测试

对金融危机的反思

[美] 蒂莫西·F·盖特纳（Timothy F. Geithner）◎著
益智◎译

STRESS TEST

REFLECTIONS ON FINANCIAL CRISES

中信出版社·CHINA CITIC PRESS

VISIT...

LANZAROTE Caliente.com



拯救美国经济的焦点人物、美国有史以来最年轻的财政部长
蒂莫西·F·盖特纳，关于金融危机的亲笔反思录

巴菲特和比尔·盖茨共同倾力推荐！

压力测试

对金融危机的反思

[美]蒂莫西·F·盖特纳（Timothy F. Geithner）◎著
益智◎译

STRESS TEST

REFLECTIONS ON FINANCIAL CRISES

中信出版社·CHINA CITIC PRESS

版权信息

书名: 压力测试

作者: [美] 蒂莫西.F.盖特纳

译者：益智

中信出版集团制作发行

版权所有•侵权必究

译者序

写书是需要级别的，共事是需要圈子的，做事是需要决心的，而最苦最累的就是码字写书。

2008年肇始于美国的金融危机不仅使众多金融大佬和企业巨子走下神坛，也成就了一批业余财经畅销书作家：曾经的财政部长保尔森、美联储主席格林斯潘和伯南克，当然也包括本书的作者盖特纳。卸任奥巴马的财政部长一年后，他现在已经是著名的私募基金—华平基金的董事长了。99次出访，国际飞行距离达60万公里，出席国会听证67场，签名被印在170亿张不同面值的美元上，是这位美国第75任财长任期内的部分业绩。没有级别不要写书，想码字最多可以帮他们翻译一下。

盖特纳在2009年1月就任奥巴马政府的财政部长时不到48岁，是美国历史上最年轻的财政部长，而在此之前，2003年他就担任了纽约联储的行长，更在1999年即担任过负责国际事务的财政部副部长。更为可贵的是，盖特纳小时候的学习生活可以用颠沛流离来概括，他从小随在福特基金会任职的父亲周游世界，曾在中国、日本、泰国、印度和津巴布韦生活过，学习过中文和日语，并从泰国首都曼谷一所高中毕业，最重要的是后来考上美国常春藤联盟之一的达特茅斯学院，还在约翰斯·霍普金斯大学念了研究生。据我研究，盖特纳在仕途上的一帆风顺与达特茅斯学院关系不小，他的前任保尔森就是从达特茅斯学院本科毕业，当时是常春藤东部联盟明星橄榄球达特茅斯校队的内边锋，保尔森在自己的回忆录《峭壁边缘：拯救世界金融之路》中总是把他的小师弟盖特纳称为“我值得信赖的朋友”，可以想象盖特纳被奥巴马提名为财政部长候选人遭到强烈反对时，保尔森的支持多么有力。

在美国的政坛和商界，“圈子”的力量远比我们想象得强大。保尔森的妻子温迪是韦尔斯利女子学院毕业的，这家学院其实就是只招女生的麻省理工学院，韦尔斯利女子学院与麻省理工学院有学术联合关系，如果学生参加5年双校课程项目，毕业后将获得韦尔斯利和麻省理工学院双重学位。巧合的是，温迪是希拉里·克林顿的同班同学兼闺蜜，而且在学生活动中关系密切：温迪是毕业班的班长，希拉里是学生会主席，当2000年希拉里竞选参议员时，温迪在纽约为她主办了最早的募捐活动。

希拉里虽然竞选总统输给了奥巴马，但还是出任奥巴马政府的国务卿。盖特纳在书中记述了他2013年卸任财政部长时同事为了送别排演的一场情景剧："这场戏剧的结尾是，2017年1月21日，希拉里·克林顿—好吧，也是由财政部职员饰演—在总统办公室里，说她需要我在财政部再待上6个月，或者是一年。"译者的眼睛可是雪亮的，谁能够否认当盖特纳被提名财政部长，遭到偷税指控等马克·吐温《竞选州长》式炮轰时，女强人、前总统克林顿夫人、时任国务卿希拉里没有助一臂之力呢？值得一提的是，宋美龄、美国前国务卿奥尔布赖特、著名女作家冰心都是韦尔斯利学院的校友。

除了奥巴马，盖特纳提到最多的重要人物就是劳伦斯·萨默斯。萨默斯出生在一个犹太人家庭，他的父母都是经济学者和宾夕法尼亚大学的教授，他的叔叔保罗·安·萨缪尔森（没看过他编写的《经济学》教材，一定不是科班经济学出身）和舅舅肯尼斯·约瑟夫·阿罗都是诺贝尔经济学奖获得者。萨默斯属于神童，年仅16岁就进入了麻省理工学院，28岁那年就成为哈佛历史上最年轻的终身教授，后来还当过颇具争议的哈佛大学校长。2008年的美国总统大选中，萨默斯担任奥巴马竞选班子的经济顾问，奥巴马当选总统后提名他为白宫国家经济委员会主任，他曾经是盖特纳的领导，当时他也是盖特纳财政部长位置强有力的竞争者。

书中没有过多着笔墨的是盖特纳在美联储的犹太裔同事珍妮特·耶伦，其实她也是个厉害角色，后来接任伯南克成为美联储首任女主席，她是经济学教授，其丈夫、经济学家乔治·阿克洛夫曾因为提出信息不对称模型而获得诺贝尔经济学奖。

盖特纳在书中提到的一个细节也非常有趣，这件事发生在奥巴马准备提名他当财政部长前的尽职调查时，"参议员奥巴马随后询问了一些关于我个人背景的问题，所以我描述了我在印度和泰国的童年轨迹。我们讨论到了一个奇怪的家族巧合：当我的父亲在运作福特基金会亚洲区项目时，基金会为参议员奥巴马已故的母亲安·邓纳姆提供了资助，那时她在印度尼西亚建立了一个小额贷款项目。"看来圈子不仅存在于平行的空间，也潜伏在历史的时间长河。

说到这里，我们可以明显感受到"共事需要圈子"的威力了吧，校友圈、夫妻闺蜜圈、家族圈，当然在多种族的美国，千万不能忘记族裔圈，而盖特纳正好也是犹太人。2008年，名为尤里·奥纳里的好事者做了一个统计，当时美联储的联邦储备理事会所有最高委员会成员包括主席

伯南克都是犹太人，这是一个100%的数值表征，而犹太人只构成美国人口的大约2%。在12名地方联邦储备银行行长中有9名是犹太人，占75%，当时盖特纳是纽约联储行长，耶伦是旧金山联储行长。

我很久以前在美国旅行时，在超市或者奥特莱斯买东西结账，往往发现大大咧咧的收银员算不清账目，慢条斯理，有退货、还钱等“复杂”业务时就恨不得把脚趾头都搬出来。当地华人解释道，美国社会是1%的精英带领着99%的平民，有了几百万的精英人群，整个美国就可以称霸世界。看看盖特纳的朋友圈，的确如此。

可是，为什么在云集了顶尖聪明人的精英团体领导下，2008年在美国爆发了以次贷危机为标志的金融危机？译者认为，人类发展除了需要聪明智慧之外，还需要道德。华尔街集聚了精英中的精英，但2008年之前美国房地产市场持续向好的形势，激发了一些精英的发财梦，他们居然设计出不考虑还款能力，而且没有首付的住房按揭产品，并且将之证券化卖给全球投资者。因为他们是精英，所以纯朴的99%的美国老百姓都相信，踊跃购买这些有问题的金融产品，并且通过羊群效应传染给了全球的投资者。贝尔斯登、雷曼兄弟等投资银行在这些“金融创新”幌子下大发横财，房利美、房地美等政府背景的住房金融机构也乐享其成，美国国际集团居然还敢于为这些违背金融规律的业务活动提供保险背书，高盛、花旗、摩根大通和摩根士丹利等巨型金融公司既煽风点火又隔岸观火，一旦房价走势从持续上涨开始逆转，按揭客户出现违约，即次贷危机出现，华尔街精英们设计的产品漏洞暴露之后，沙滩上的多米诺骨牌就开始坍塌，自贝尔斯登破产后，前后两任财政部长保尔森和盖特纳便开始纠结于救助与道德风险的两难境地。

危机开始之初，监管层很自然地倾向于让市场去教训这些坏小子和纵火犯，于是就有了百年老牌投资银行雷曼兄弟公司的倒闭，该公司的老板福尔德因为之前的业务风生水起便有了骄娇二气，而当时的财政部长保尔森原来是高盛的老板，两人以前是竞争对手，所以保尔森顺水推舟不救助，百年老店轰然倒塌，曾经神气活现的福尔德也在健身房被原来的手下员工痛扁了一顿。按常理出牌的结果在非常时期往往会得到灾难性的后果，雷曼兄弟既然是一家大型的百年老店，其业务势必与同业公司有着千丝万缕的关系，当时盖特纳任纽约联储行长，与华尔街最近，也是保尔森、伯南克监管层的核心成员，让他们始料不及的是，雷曼兄弟破产导致了银行挤兑，恶性循环。城门失火，殃及池鱼，许多貌

似大而不会倒的金融公司都岌岌可危，平日里趾高气扬、道貌岸然的银行家也都惶惶不可终日，这也让公务员出身的盖特纳感到很解气，不过保尔森可是投行出身，马上意识到经济已经处于峭壁边缘，不可继续快意恩仇，必须把精英内部矛盾暂时搁置，实施大规模的救助措施，打破“挤兑–破产–挤兑”的恶性循环，防止金融危机向实体经济蔓延，1%的精英里有正义感者有责任拯救善良纯朴却被蒙骗的99%的美国人民。

于是2009年1月，盖特纳接过财政部的权杖之后，立志成为拆弹专家，“这里的炸弹，我指的是巨型的、有许多分支机构的、滥用杠杆的金融机构，其破产会导致类似雷曼2008年秋天破产引发的全球性恐慌，如房利美、房地美、美国国际集团、花旗集团以及美洲银行。它们都比雷曼大得多，也都获得了政府现金注入以避免破产，其中美国国际集团在4个月里曾被救助了3次。但是它们现在又都陷入了困境，我们需要保证它们不会爆炸—不是不分好歹地护犊，而是防止虚拟经济乱中出错，伤害了实体经济。”对于救助纵火犯与道德风险的关系，他明确指出，“政治是可怕的，人民憎恶政府紧急救助那些愚蠢的金融巨兽，但是如果他们的债权人或者整个市场失去对他们履行义务的信心，全球范围的金融系统就会彻底崩溃，从而导致更为严重的经济危机。”

秉承这个理念，盖特纳在书中反复强调了他与各方反对救助华尔街力量的艰苦卓绝的抗争，也因此任职财政部长期间经常受到非议，人们说他和华尔街金融巨头走得太近，德国总理默克尔也含蓄地说他与市场太近。所以盖特纳在书中用了很大篇幅为自己在金融危机期间的决策做了辩护和解释。贯穿着这部书的线索之一就是压倒性力量的金融救助，以及由此造成的道德风险之间的矛盾，盖特纳就像美国队长，遇到了许多难以置信的压力，排除了党派斗争的压力，强行推进了一系列救助措施，坚信亡羊补牢不如治未病的理念，虽然当时的行为似乎南辕北辙，但结果却很棒：盖特纳被提名财长时，金融危机正在肆虐，美国经济正在经历大萧条以来最严重的经济崩溃，GDP下滑速度达到9%。在2009年他上任的那一天，美国股市标准普尔指数收于836.59点，距离2007年的高点已骤降了47%。而就在我翻译完这本书的时候，美国股市迭创历史新高，2014年7月24日标准普尔指数又创历史新高1 991.23点，比当时翻了一番还不止。不仅还清了纳税人当时救助支出的钱，还大赚了一笔。就像好莱坞大片的情节一样，在遭受了诸多毁灭性打击之后，美国队长最终还是以胜利者的姿态示人。在应对金融危机的过程中，盖特纳延续了保尔森的政策精神，尽管两人各事其主：民主党的奥巴马总统和

共和党的小布什总统，却保持了政策的完整性和持续性，他们在应对危机的决心上坚定无比。

前面提到圈子的重要性时，我并没有提到表面上显而易见的党派圈，从盖特纳金融危机的反思中，我感到党派争斗其实都是幌子，真正起作用还是各团体圈子的核心利益，而这些圈子里的密友可以使不同党派人士亲密无间。盖特纳年轻时曾经加入共和党，后来脱党，他是以无党派独立人士入阁奥巴马政府的。保尔森的母亲曾是坚定的共和党人，但1995年之后，她开始转而支持民主党，痛恨伊拉克战争，尤其反对小布什，而这并不影响保尔森入阁布什政府。2001年，原本是民主党人的布隆伯格，却以共和党人身份首次竞选纽约市长，并获得成功。他“叛党”的原因很简单，民主党推举候选人的程序太过复杂；如果是共和党候选人，他胜出的概率更大。更为搞笑的是，他于2007年6月突然宣布，自己已不再属于共和党阵营，而将成为独立派人士。

盖特纳几乎是保尔森的影子，布什请保尔森出山乃一奇招儿，奥巴马也是三顾茅庐把争议颇多的盖特纳请出。2014年4月29日，国务院总理李克强在北京中南海紫光阁会见美国前财长、刚刚上任的华平投资集团主席盖特纳，这是怎样的一份机会和荣耀啊。

从金融危机的反思中，我觉得最值得汲取的一个宝贵经验就是，对待非常规的金融经济形势，需要维护本国的核心利益，以强大的决心去贯彻，而不是首鼠两端，犹豫不决。

在书中贯穿着的另外一条线索就是盖特纳不断地为投身公共服务鞠躬尽瘁，两地分居，忽略家人而对妻子儿女感到内疚，为政敌、媒体对他的污蔑攻击而给其家人带来的伤害感到内疚。这种宣扬家庭和睦、家庭生活至上的精神值得赞赏，值得借鉴。当然，说易行难，我仅仅为了翻译他这部书，在两个月时间里夜以继日，埋头苦干，对我年迈的父母、活泼的妻儿都不说话，在家里制造出不能被打扰的气氛，我也对我的家庭感到内疚。最苦最累的就是写书可不是一句玩笑话。至于书中为我们提供了哪些学术政策方面的信息，还是请大家耐心听作者解读吧。

益智 于杭州

2014年10月12日

引 言

定时炸弹

2009年1月27日早晨，就任财政部长的第一天，我就在总统办公室拜晤了贝拉克·奥巴马总统。大萧条以来最严重的金融危机依旧在肆虐，而总统先生试图毕其功于一役。银行体系已经崩溃，更广泛的实体经济在以萧条的速率紧缩。消费者信心跌至历史低谷，千百万美国人民濒临失业、破产甚至失去家园。尽管都是坏消息，刚刚进驻白宫一周的总统先生看似镇静，也理所当然地惬意一会儿。

我要告诉他的却是：祸不单行。

首先，我感谢他前一天晚上亲自出席我的就任仪式，这是对我表示充分信任的姿态。我们只在三个月前刚刚认识，而无论从哪个角度说，我都不是领导财政部的最佳人选，我不是银行家，不是经济学家，不是政客，甚至不是一个民主党人。我是一个没有多少公众印记的独立选民，我的履历并不能完全代表奥巴马式的愿景与变革。作为纽约联邦储备银行的负责人，我曾经与共和党人，美联储主席本·伯南克以及共和党人，财政部长小亨利·保尔森共事，策划了一系列关于金融危机的引人注目但并不被认同的挽救金融危机的措施。或许，我看起来也不像一个财政部长，我那时47岁，没有灰白头发装饰出来的威严感。巴尼·弗兰克，我在国会中最紧密的同盟者之一，后来评论道，我发表公众演说时青涩得像是在自己的成年礼上。

况且我早已是政治意义上的次品了，在审议听证会中，我一直被描绘成一个逃税者，一件华尔街的工具，一个布衣街的公敌。尽管之前的20多年我都服务于公共领域，但还是照例被打上唯利是图的投资银行家标签。有人认为我可能是自内战以来第一个被否决的财政部长提名人，我自己也曾考虑在表决之前退出。结果我以“二战”以来最微弱的优势获得通过，而我早就对我给家庭带来的耻辱，以及总统对我的政治信任，感到无比内疚。

但是现在箭在弦上，我坐在面朝玫瑰花园的一张沙发上，在今后的4年中，我会无数次坐在这个位置。总统坐在我右边的办公椅上，我对

面沙发上坐着的是著名经济学家拉瑞·萨默斯，他是前任财长，当我还是财政部的一名小职员时，他就认识我，并且后来还提拔了我。现在拉瑞操纵着国家经济委员会，我们将共同应对危机。这对我而言本该是个激动人心的时刻—职业技术专家、杰出的前老板和鼓舞人心的新总统一起进入了权力的中枢。

现实却恰好相反，这是一个黑暗而可怕的时刻！

我的职业生涯大都在对付各国的金融危机—比如墨西哥、泰国、印度尼西亚、韩国等国家的金融危机—但这次情况比较严重，是百年不遇的风暴。伯南克、保尔森和我早就制订了一系列对付金融巨头的紧急预案，汇制成《问题资产救助计划》，这是一项7 000亿美元的对整个金融系统的干预措施，但我们没有能够终结这场危机。结果表明，公司违约状况的指数甚至比2008年9月雷曼兄弟公司倒闭导致市场崩塌时还要高，而那时股市暴跌，债市陷于混乱，就连被公认为安全的货币市场基金也受到重创。抵押品赎回权的取消居高不下，每个月有75万个工作岗位流失。

我们延缓了后雷曼危机的恐慌，但金融系统依旧冻结不畅。在繁荣期过度扩张的银行如今都在防御性撤退，大肆囤积现金，其现金为王的策略无异于使商业活动断氧。事实上，对于那些想要买新车，进行大学教育，或者买新房的普通借款人来讲，他们没有可以使用的私人信贷去融资。当金融地震波及实体经济后，我们陷入了恶性循环：失业的工人及一些受惊的消费者削减开支，生意难做又导致企业解雇更多的工人，投资随之减少，而这使家庭和公司的行为更趋于保守。不健全的金融系统加剧了衰退，而衰退的加剧更使金融系统不堪一击。华尔街和布衣街同时陨落。我近来开始阅读利雅卡特·艾哈迈德的畅销书《金融之王》，讲的是决策者的错误如何造成并延长了20世纪30年代的大萧条，但翻了几章就不忍卒读，实在是太恐怖了。

总统明白，在修复金融系统之前是不可能让主体经济复苏的，银行就像经济的循环系统，与电网一样对经济运行至关重要，没有金融系统的正常运作，不能保护储户存款安全，不能正确配置资金需求，不能帮助家庭和企业的未来投资，经济就不可能增长，而我们的金融系统却依旧一团糟。

“从官方角度，我可以告诉你情况有多糟糕。”上任伊始，我告诉总

统，我们还有5枚“金融炸弹”需要拆除。

这里的炸弹，我指的是巨型的、有许多分支机构的、滥用杠杆的金融机构，其破产会导致类似雷曼2008年秋天破产引发的全球性恐慌，如房利美、房地美、美国国际集团（AIG）、花旗集团以及美洲银行。它们都比雷曼大得多，也都获得了政府现金注入以避免破产，其中AIG在4个月里曾被救助了三次。但是它们现在又都陷入了困境，我们需要保证它们不会再次爆炸—不是不分好歹地护犊，而是防止虚拟经济乱中出错，伤害了实体经济。政治是可怕的，人民憎恶政府紧急救助那些愚蠢的金融巨兽，但是如果他们的债权人或者整个市场失去对其履行义务的信心，全球范围的金融系统就会彻底崩溃，从而导致更为严重的经济危机。

房利美和房地美是总部位于华盛顿的两家房地产巨头，担保了大部分的美国住房抵押，最迫切需要救助。它们很快就耗尽了纳税人救助的近2 000亿美元，如果没有另外追加的约2 000亿美元—超过联邦教育部三年的预算—它们就会带来灾难性的违约风险。只要这个风险增加一点点，就会推高抵押贷款利率，压低房价，从而加剧衰退。

AIG已经是臭名昭著的金融炸弹，它随时会爆炸。作为一家百年老店的保险公司，AIG这三个字母尽管已经成为过度风险的象征，但还有数以千万计的商业保险客户和养老保险客户，以及遍布全球的数以万计的企业要依靠它，其债务违约甚至仅仅是信用评级的调降都会重新引起恐慌。

花旗银行和美洲银行是最大的炸弹，是对银行业“大而不倒”的、令人愤慨的有力证据，我的副手称之为“金融死亡之星”。世界如此脆弱，而它们尾大不掉：如果我们不想重复大萧条—银行业毁灭，25%的失业率，成千上万的企业倒闭—就必须确保它们不会拖垮整个金融系统，即使表面上看起来我们是在奖励那些鲁莽的野蛮人。

向新任总统倒的苦水实在太多，但问题比这些炸弹还严重得多。

我们不仅仅是在对付资本严重不足、可以摧毁金融系统的5家公司，而是要对付整个资本严重不足的金融系统。即使在实施不良资产救助计划（TARP）与其他紧急救助措施之后，弥补潜在金融系统损失的资本还是不足的，为整个经济复苏融资更是无从谈起。拉瑞和我都担忧

经济振兴新政缺乏足够的现金—或者是足够的权威。

我在纽约联邦储备银行的老同事私下测算过，银行业务部门仅仅应对一次普通的衰退就需要额外的2 900亿美元，而要应对“极端压力情况”则需要6 840亿美元。这些数字并不包含稳住那些非银行金融机构如AIG等的潜在成本，也不包括救助诸如通用汽车、克莱斯勒等濒于破产边缘大企业的潜在成本。而在我们自由支配的TARP基金账户里只剩下约3 000亿美元。

拉瑞和我告诉总统，我们或许需要申请另外一个TARP，而此时国会对于实施更多的救助计划没有任何兴趣。

说实话，我自己也对该做什么十分犹豫，75年来从未发生过如此严重的危机，而金融系统中如此复杂的情况更是史无前例。尽管修复银行及其他金融机构对于复苏经济是必要的，但却远非充分条件。这也就是为什么总统先生准备推出大量的财政刺激政策—总额8 000亿美元的政府支出和税收减免—以对冲国民收入和财富的损失，提振需求以及创造就业机会。美联储也积极通过货币政策加强刺激。金融救助、财政刺激以及货币刺激—三位一体再加上总统扶持已经陷入困境的汽车以及住房部门的努力—将会一起发力，如果有效的话。

然而，稳定金融系统是我们的头等大事，卷土重来的银行恐慌将很快把我们提供的财政支持吞没。拉瑞和我确信我们应该赶在危机前面，而不是被危机牵着鼻子走。我们告诉总统，尽管公众已经认为我们做得过火了，但还是应该继续矫枉过正。紧急状态下，对折中办法的妥协比采取集中优势力量的方式风险要高，即意味着纳税人的成本更高—不仅是以美元计算的成本，更表现在失业率、企业倒闭以及住宅抵押赎回权的取消上。

总统安静、耐心、不慌不忙地对我们的提议照单全收，他本能地想迅速修复并重构整个金融系统，而不是养痈成患或者掩耳盗铃，他要积极全面地进攻。

“我们要把创可贴撕掉，”他说，“我要正确完善地推进这项工作。”

我同意，但提了要求。舆论呼吁严惩华尔街赌徒的压力很大，的确，他们把事情搞得一团糟—垂死挣扎的企业必须国有化或者清算，债券持有人只能拿回缩水的本金。这些强硬措施看上去果决正直，但在风

险非常大的时刻，也会打击信心，从而加剧恶性循环。正如2008年秋天的恐慌，伤害的是布衣街，而不仅仅是华尔街。我们要避免日本20世纪90年代危机后经济长期低迷的状态，也要避免另外一场大萧条带来的创伤。

“我们必须撕掉创可贴，”我说道，“但我们也必须确信不能摧毁金融系统。”

总统不明白我的意思，拉瑞解释道，“蒂姆（蒂莫西的昵称）的意思是，对于一项会击碎脆弱的金融系统，摧毁信心以至于造成股市暴跌的计划，我们负担不起。”

总统的命令直接而有力：尽快拿出一项解决问题的计划。他要求及早行动解决问题。“把政治交给我，”他说，“找出问题的实质，恢复信心，怎么有效怎么做。”他明白我们所面临的内在不确定性，表面合理的决策也许会导致可怕的结果，而目前还没有完美的甚至是有吸引力的选择。他明确表态将承担我们行动的一切后果。

我印象深刻，但缺乏信心。

所有的金融危机都是信心危机

金融系统都是建立在信念之上的，这就是为什么“信贷”这个词源于拉丁文“相信”，为什么如果我们相信某件事是真的就可以信赖它（Bank On），为什么金融机构往往自称“信托”。想想一个传统银行是如何运行的，存款者相信银行，将钱存入银行，并且对其还本付息有信心，银行再把钱以更高的利息借出，同时确信不会存在所有人同时要求取回本金的情况。但是如果人们对银行失去了信心—有时出于对贷款质量和管理能力的理性分析，有时不然—他们就会同时挤兑。结果就是大家都奔向银行，就像电影《美好人生》（It’s a Wonderful Life）中的场景，储户涌向大萧条时代的储蓄机构。信心是易逝品，当它开始蒸发，就会瞬间消失，而且一旦失去就很难找回。

金融危机就是显而易见的银行挤兑，是对整个金融系统的挤兑。人们对资金安全失去信心—无论是股东还是债券持有者，无论是机构投资者还是鳏寡孤独—他们从金融系统中暴走挤兑，使体系中的钱更加不安全，也使每个人进一步失去信心。这在历史长河中呈现过多次，无论是

富国还是穷国，无论是复杂体系还是简单体系。人类惯于恐慌，正如我们惯于的某种非理性信念（对于房地产、股票或者是17世纪的荷兰郁金香），造成了泡沫与恐慌交替。而一旦骚动群起，对于个体而言，跟着行动以免被踩踏就是理性的行为，尽管对于社会整体而言，他们的集体行动是非理性的。这些恐慌几乎总是会带来残酷的结果—不仅仅是对投资者和银行，对教师和建筑工人也是如此—决策者几乎总是把他们的境遇搞得更糟。

2009年年初，我们面临的问题是：危机中政府应该如何恢复信心？部分答案很简单，尽管令人不快。政府可以支持那些问题公司，消除那些可能把恐惧变成恐慌的因素。为了安慰储户，围城中的银行过去常常把现金堆在橱窗里展示，使储户认为没有必要去挤兑。当政府投入足够的“橱窗里的钱”，就可以减少银行挤兑的危险。典型的例子是存款保险，富兰克林·德拉诺·罗斯福用它来应对大萧条时期的银行挤兑。自1934年以来，政府对银行存款提供担保，所以即使储户担心他们的银行有问题，也不用到银行挤兑而使问题恶化。

当然，罗斯福时代的银行系统没有“抵押债务”、“资产支持商业票据”或21世纪的其他复杂金融工具。在2008年的恐慌中，被保险的银行存款并没有任何挤兑迹象，但其他各种受到惊吓的资金却夺路狂奔—在数字化时代，挤兑不需要蜂拥到银行门口，只需一个电话或点击鼠标即可实现。2009年年初，政府已通过问题资产救助计划和其他紧急措施投入了大量的资金展示在橱窗中。我们已经增援了价值数万亿美元的金融负债，但金融系统仍然瘫痪着。市场能看到5枚炸弹，而我们的危机应对措施却显得那么松散，许多政策相互矛盾，投资者和债权人不确信我们是否有能力和意愿来完成这项工作。而不确定性也是所有金融危机的核心问题，没有政府承担风险，金融危机不会消失，私人投资者不会承担那些灾难性的后果。

最明显的反对政府帮助陷入困境公司的理由是，这种做法奖励了纵火犯，表现为两种形式：一种是关于正义道德的说法，即我所谓的“旧约观点”，腐败分子应该受到处罚。缺乏社会责任感者不应该被救助；另一种是关于激励的经济学论证，基于“道德风险”的批判，即如果你今天保护冒险者的损失，他们明天会冒更大的风险，从而在未来制造新的危机。如果你救助纵火狂，最终将遭受更大的火灾。

这些都是有道理的，对于世界上大多数国家而言，这的确是明智的

行动指南。对于一次典型的经济衰退，甚至是有限的危机，企业应该正视自己的错误造成的后果，借给他们钱的投资者也应如此。但是，试图在一次真正的系统性危机中惩治肇事者—通过让大多数公司破产或迫使老年储户接受存款缩水—无异于火上浇油。这意味着将会有更多的银行破产和存款缩水，意味着鼓励储户挤兑。它可以使强者和弱者都处于危险境地，因为在踩踏事件中，羊群都是漫无目的的；这基本上就是金融危机的定义。旧约复仇主义要求迎合当下民粹主义的愤怒，但真正道德的做法是尽快扑灭金融危机中的地狱之火。我们的目标应该是保护无辜的人，即使有些纵火犯会蒙混过关。

我们的做法的确有一些道德风险，批评家，即我所谓的“道德风险原教旨主义者”往往夸大我们对失败冒险者的慷慨。但5枚炸弹的股东已经承担了巨大的损失；房利美、房地美和美国国际集团的领导人已经出局；雷曼已经不复存在。但更重要的一点，正如奥巴马总统后来所说的，你不应该为了突出在床上吸烟的危险而阻止消防车到失火的邻居家里救火。总统告诉我要专注于灭火。2月9日，总统在印第安纳州埃尔克哈特定调了他的财政刺激法案，那里的失业率在短短一年的时间已经从5.2%飙升至19.1%。但是那天晚上，他在就任总统后的第一次新闻发布会上强调，经济刺激只是解决方案的一部分。信贷须重新流动，金融系统的信心须重建。

他说，“明天，财政部长蒂姆·盖特纳将会公布一些非常明确和具体的计划。”有记者要求他详细解释一下，但他说要等一天。他已经不能更慷慨，或将期望值提得更高：“我不希望抢财政部长的风头。他打算明天详细阐述这些原则……我将把那个阳光时刻留给蒂姆。”

一支精干的顾问团队一直夜以继日地和我一起制定金融稳定战略，但那时我们只有一个总体框架。我们实际上并不打算宣布计划的具体细节。我的团队在一份内部备忘录中已经预见到这个问题：“首次颁布时许多细节仍然需要保密，这可能会给市场带来巨大的不确定性和波动性。”而且我们还面临另外一个问题：几乎没有同事高度认同我们的战略，甚至包括拉瑞。

但总统用自己的方式表达了对我处女作的信心，甚至敦促白宫记者团来参加我的演说。

“他将是了不起的！”总统说。

我深表怀疑

财政部长们应该树立信心，因为我们的签名出现在美元上。我知道，一家好的剧院—既干净又肃静，会给人一种既可靠又有实力的印象—环境与设施同样重要。但我始终是一个居于后台的家伙。我的职业生涯始终在幕后。在高中时，我就害怕公开演讲。现在，我不得不第一次面向世界进行演讲，第一次使用提词机。而且我也没觉得我的信息有什么了不起。我已经经过足够多的危机，明白这些危机总是云遮雾绕，不可预知。美国人民竭尽全力想得到情况会很快好转的保证，但我无能为力。

撇开剧场，在我令人讨厌的听证会战斗之后，愤怒的公众似乎不太可能会接受我所说的任何东西。我必须说的话似乎也不太可能平息愤怒，其实不管谁说都如此。我会为金融公司承诺更多的政府支持，而这不是一个厌倦了救助措施的国民所希望听到的。我的战略框架在政府内部也极具争议，这一事实表明，其更不可能激发管理当局之外的狂热支持。

我们的战略也非常新颖，这将使其更难兜售。我们不打算先发制人国有化大型银行，我们也没打算让它们破产；两个相似的策略会加速恐慌，但它们却更容易解释这一点。我们方法的核心是做一个“压力测试”，这听起来更像是分析而不是行动。监管机构将钻研大型金融机构的财务报表，测算其将需要多少额外资本来度过一场真实的灾难性衰退，就像医生对患者进行压力测试，看看他们的身体会对艰苦条件做出何种反应。公司随后将要筹集足够的资金填补差额。如果条件差的公司无法从私人投资者那里筹集到足够的资本，政府将强行注入资本差额。

这就是关键。压力测试会是一次更严酷的检验。这将是重整金融系统的一个机制，使银行有足够的资源促进而非阻止增长。我们想给银行一个机会，证明即使没有我们的帮助，它们也可以筹集到度过萧条的现金。即使它们筹集不到资金，我们也不会袖手旁观，坐视其破产，从而触发金融系统彻底崩溃。只要有可能，我们都会依靠私人资本，但如果需要，我们就会动用财政支持。压力测试扮演着一种验伤分类的功能，将重病号与基本健康的人群分类。通过确保金融系统能够承受萧条式的损失，我们认为能够最大限度地避免萧条。

但我还没有准备好提供更多的细节，我们也还没有想出压力测试将

如何开展。并且我演讲中的其他部分依然模糊。我将宣布一项买入以前拖累银行的不良资产的新计划，同时我承认计划还没有就绪。我会承诺“制订一个综合的计划以解决住房危机”，但对于此计划，我几乎还没有进一步的解释。我会发出信号，我们不会允许任何雷曼兄弟式的倒闭，这是旨在防止更加混乱的挤兑至关重要的承诺，但这些话被隐藏在我演讲的第26段内容里。

正如总统曾承诺过的，这将是我的阳光时刻。世界希望看到美国的领导地位，市场希望看到一个可信的计划，公众希望看到他们可以信任的变革，大胆的“是的，我们能”之说已经为总统到白宫的旅程加满油。每个人都希望知道严阵以待的新财长能否胜任这项工作。当我登上财政部装修豪华的“现金大厅”（Cash　Room）舞台，在缤纷的旗帜前面，我看起来就像一个在竞选活动前的政客，我知道我的声誉危如累卵。

公平地说，演讲并不顺利。

我前后摇晃，就像乘着孤帆的忧郁乘客；而且一直凝视着提词机，以至于没有直视观众，这显然让我看起来有些猥琐；一位评论家说我看起来像一个商店扒手。我的声音颤抖。我试图讲话有力，但很明显是装出来的。开始演讲不久，我瞥了《华尔街日报》的金融专栏作家戴维·维塞尔一眼，我可以从他痛苦的表情中感到我有麻烦了。总统提高了期望值，而我却正好相反。

在我演讲结束之前，股市暴跌逾3%，全天跌了近5%—即使不算暴跌，但也很不好。金融股全天下跌11%。演讲完毕，我与美国全国广播公司（NBC）的主播布莱恩·威廉姆斯坐在一起—我平生第一次接受电视采访—我看到屏幕上的一个图表：“盖特纳千斤重担一人挑？”威廉姆斯通过引用一名著名财经评论员的评论开始了访谈。

“我听到拉瑞·库德洛说：盖特纳真是一个灾难。”他说，“部长先生，那是我从拉瑞·库德洛那里听到的不错的评论之一。”

库德洛不是一个特例。那时我还没有读到各种评论，但那种“车灯前的小鹿”现象[注]出现在多个场合。一个演员假扮我，并在《周六夜现场》节目中宣布，我解决危机的办法是奖励第一个打进电话提供解决危机方案者4　200亿美元。实质性的批评却式微。“应该告诉财长蒂莫西·盖特纳在不确定的时候应该避免的一件事是提出更多的问题。”《纽约时

报》编辑部宣称。广受推崇的《金融时报》专栏作家马丁·沃尔夫居然这么分析："贝拉克·奥巴马的总统职位早已不保？"

这是一次糟糕的演讲，表现得很糟，在不恰当的时候动摇军心。我莫名其妙地既让公众感到我们对华尔街过于慷慨，同时这也让市场感到我们不够大方。民粹主义批评家总结道，我们比以往任何时候都更渴望把现金抛给纵火犯；前世界银行首席经济学家约瑟夫·斯蒂格利茨把我们的计划描述成"银行赢、投资者赢而纳税人输"，但银行和投资者都不知其所云。

"投资者要的是清晰、简洁的解决方案，"一位金融高管告诉路透社记者，"但这个计划却是令人费解的、模糊的、云里雾里的。"

演说之后，一位朋友发邮件给我，里面有一段摘录自泰迪·罗斯福（美国第26任总统）的名言："荣誉属于真正在竞技场上拼搏的人。荣誉不属于批评家，属于屡败屡战的人……属于敢于追求伟大梦想，最终取得伟大成就或虽败犹荣的人。"我认为这是一种非常好的永不低头的状态，直到我的邮箱充满了各种类似的表述。另外一位朋友打电话对我说，大难不死，必有后福，没有什么比这番话更能鼓舞人心。我明白，如果战略不成功，我必须辞职—但更重要的是，经济已岌岌可危。在我演说之后次日凌晨的每日经济例会上，总统郁郁寡欢。

"这究竟是怎么回事？"他问道。

尽管他没有试图把责任全部推在我身上，但我知道这一切都是因为我。我无话可说，无能为力。我们才刚开始展示计划的细节，并希望能说服人们相信这是一个很好的计划。我认为如果我们名副其实地完成了计划任务，最终必将重塑信心。但如果计划效果不佳，后果将不堪设想。

历史经验表明，任何金融危机都后患无穷

一项针对20世纪14起严重的危机研究发现，平均而言，失业率在受危机影响的国家中跃升7.7个百分点，大多数乃至几乎所有情况都以银行系统的国有化告终。金融危机对纳税人而言代价高昂。直接财政成本—仅仅是政府为了稳定其金融系统的开支—平均为国内生产总值的10%以上。对于美国，这一成本将会高达1.5万亿美元。

我们目前的危机有过之而无不及，在巨大的金融冲击影响下，所损失的家庭财富比在1929年大萧条中所遭受的多5倍。雷曼兄弟公司危机导致债券息差大幅上涨，约是1929年恐慌时期的两倍，紧张的投资者大量买入黄金并打算窖藏在自家庭院。股市相对于其2007年的高点下跌了50%以上。

很自然，多数分析师预计，美国纳税人将付出天文数字的金钱来修复我们的金融系统。国际货币基金组织（IMF）前首席经济学家西蒙·约翰逊警告说，根据其他国家的经验，政府的预算可能达到1万亿美元至2万亿美元。国际货币基金组织的一份研究估计最后一个价格标签将近2万亿美元。“从基督诞生起，即使我们每天花100万美元，到现在也花不完1万亿美元，” 众议院政府监督委员会共和党领袖、众议员达雷尔·伊萨说，“我们失去的很可能远远不只这些。”

但是我们的情况完全不同。

无论是在危机前还是危机中，美国的产出与其他国家完全不同，要比其他国家的情况好得多。那年夏天，美国不但避免了萧条，经济已经开始恢复增长，房价开始稳定，信贷市场解冻，而我们的紧急投资已经从账面上回报了纳税人。

大多数美国人仍然认为我们浪费了他们辛苦挣来的数十亿甚至上万亿美元去救助贪婪的银行。事实上，金融系统已经偿还了我们所有的援助，并且美国纳税人已经从我们应对危机的行为中赚钱了，包括我们在那5枚金融炸弹的投资中。我们一直很担心我们的资源有限，因此总统的第一个预算曾经包括750亿美元的第二个问题资产救助计划，但最终我们没有向国会要一分钱。

当然，我们的目标并非为纳税人赚钱。我们的目标是避免美国的家庭和企业由于金融系统破产而遭受灾难性的痛苦。我希望我们可以不必花费国内生产总值的10%就能修复金融系统，但以我认识的每个人都会很乐意支付的财政代价来避免重复20世纪30年代的危机。正如我的一个亲密顾问梅格·麦克康奈尔在危机中的重要关头脱口而出，我们离大萧条时代贫民窟的重生不远了。而我认识的所有人，无论是认为我们愚蠢至极的批评者，还是理解我们的支持者，都没有料到，我们那么快就扑灭了金融的邪火，同时又在投资上赚了一票。

2007～2009年的经济衰退依然是大萧条以来最痛苦的经历。最困难的时候有15万亿美元的居民财富灰飞烟灭，而美国人民谁曾想到在养老金和大学基金这些安全领域的投资也会遭殃，近900万工人失去了工作；900万人滑落至贫困线以下；500万房主失去家园。这些数字的背后，是真实的人民所遭受的真实的痛苦，他们不知道银行危险鲁莽的赌注，他们是无辜的。我的亲朋好友中有的失业，有的失去大部分积蓄，有的目睹自己的企业一蹶不振。即使他们对我依然亲切高雅，但我可以从他们眼中看见，从他们的声音中听到：你为什么不能保护我？虽说经济衰退已避免陷入更糟糕的状况，但对于支付他们的租金或养活自己的孩子而言，却完全于事无补。

的确如此。

美国的失业率升至10%，但不是1929～1933年大萧条时期的25%。到2013年年底，失业率已经降至7%以下。但是美国的经济复苏速度比过去的典型经济危机要快得多，而且也要比其他主要发达国家的复苏强得多。2011年，美国的产出就恢复到危机前的水平，而日本、英国和欧元区的产出直到2014年才恢复。在过去的4年中，私营部门每个月都录得就业增长，恢复了在经济大衰退中失去的几乎所有880万个就业岗位。股市已经创下了危机前的新高，危机期间亏损高达5万亿美元的退休基金都扳回了老本。尽管许多美国人依然痛苦，但已经避免了更多的苦难。

是的，金融系统枯木逢春，再次充满活力。这部分归功于我参与设计和执行的战略，这也是为什么我经常被描述成一个“华尔街的盟友”。《纽约时报》曾经写过一个关于我的有趣的故事，让我浪得虚名—“华尔街内幕交易者”。人们似乎仍然认为我成长在高盛。但在金融危机期间，我们所做的一切没有任何一件事是出于怜悯银行或者银行家的动机。我们唯一的目的在于减少美国民众和世界人民所受到的伤害。

在危机期间，我们所做的很多事情是在正常的资本主义经济中不可想象的，但我们承诺，干预措施将尽可能限制到最低程度。到2010年年底，美国政府不再拥有任何一家大银行，而联邦政府1984年接管的大陆伊利诺伊银行—美国第七大银行，与这次危机中的问题银行规模相比绝对微不足道—重归私人控制花了7年时间。

美国的经济仍在从最严重的经济危机中缓慢恢复，失业率过高，收

入增长过慢。但美国经济复苏表现优于预期，史无前例，并且好过大多数发达国家。如今，那些曾预言通胀失控、利率飙升、双底衰退、美国政府债券需求崩溃，以及其他关于美国各种恐怖景象的预言家已经成为伪先知。我记得曾半开玩笑地对总统说，批评者分为两种类型，一类批评者阻止我们推出一个导致经济强劲复苏的方案，另一类批评者相信存在独角兽。

尽管如此，大量不相信独角兽存在的美国人也认为我们把危机搞得一团糟。公众鄙视我们的金融救援措施。出于无奈，在2009年年中华盛顿的一个晚宴上，总统开玩笑说他需要驯养他的狗—博，“因为盖特纳所需要的一切就是别人把他当作一个消防栓”。而愤怒一直隐忍着。传统思维仍然认为我们牺牲了布衣街的利益去保护华尔街—而华尔街传统的观点认为，奥巴马总统是一个仇视富人的激进社会主义者。危机之后，我们通过分歧严重的国会起草并推动了金融改革法案，这次自大萧条以来对金融规则的最彻底的重大修正，却被普遍认为太软弱，而在华尔街却被认为是存亡威胁。

产生这些感觉我难辞其咎，至少在沟通和游说方面存在障碍。

我对我们旨在拯救经济所做的绝大部分决策感到骄傲，而且我对更好地营销或更好地演讲可以使这些决定受欢迎不抱任何幻想。不过，我从来没有发现如何向公众解释我们在做什么和为什么这么做的有效途径。我们确实挽救了经济，但我们这样做却失去了这个国家的支持。随着危机接近尾声，我建议我的顾问杰克·施维德让财政部编一本白皮书，来解释我们一切有争议决定背后的理由。他笑着说：“听起来不错，你为什么不自己试试？”2011年，我在白宫举行的晚宴上见到了芭芭拉·史翠珊[注]，她告诉我：“部长先生，你在电视上总是一副欲言又止、言而不尽的样子。”

我大笑着回答：“你无法想象。”

我现在可以试着亡羊补牢了。

我们应对国际金融危机的措施依然云遮雾绕，存在误解。而我始终身处核心，从开始到结束，从繁荣到萧条再到抢救复苏，从2003~2008年领导纽约联邦储备银行，从2009年直到我在2013年1月离开财政部。本·伯南克是我在美联储最亲密的同事，也是我担任财政部长后的搭档，

是我唯一的另外一位参与了整场战争的主要战友。这使我很清楚地知道，我们如何陷入混乱，我们如何摆脱困境，以及我们如何试图在未来让悲剧不再重演。

这本书讲的是在危机之前、危机之中，以及危机之后我们做出各种选择的故事，并非所有选择都正确，但这也不是一本“要是听我的，就会怎么样”式的回忆录，因为我支持了当初几乎所有的选择。我不可能强迫国会里的反对派和欧洲的对手接受我们的提案，但我在美联储和白宫几乎没有打过败仗。我认为正确和必要的措施几乎都得到了推行，尽管当时我们的权力极为有限。

金融危机的确是对于世间饮食男女的一次真实的压力测试。通常央行和财政部的节奏会唤起战斗机飞行员以前的生活：几个月的无聊生活会被瞬间的恐怖不断打断。我们经历过几个月的恐怖。当全球金融市场处于崩溃边缘的时候，当我们必须在不确定的迷雾中做出重大决定的时候，当我们无从选择但还是不得不选择的时候，我们经历着看似无尽的紧张惶惑。如果我从过去的危机中学会了一件事，那就是谦逊的重要性—关于我们弄清楚到底发生了什么事情的能力，以及我们如何安全应用一个简单解决方案的能力。这些都是在大灾变中必须牢记的有用思想，虽然并不令人振奋。

作为危机的第一批反应者所面临的压力，与众多公务员所付出的牺牲相比明显苍白，他们就像真正的第一响应者或我们的海外部队。我们没想获得军功章或者战争费（风险工资），但我们感到了责任的重大。就像我女儿爱丽丝曾经提醒过我的，美国人民至少明白我们在阿富汗的军队是在为祖国而战，但他们对于我们却不那么信赖。

金融危机也是对美国政治制度的压力测试，是对民主能力的极端实时的挑战，即当世界需要创新、果断、政治性的行动来引领时，有能力去引领世界。但至少在最近几年，这些能力还不是我们的力量源泉，关于政治的新闻一般都是冥顽不化和机能紊乱，而我们的干预措施显然没有改善公众对政府或政治的看法。

政治不是我一生的工作，但却给我留下了伤痕，我对华盛顿给我带来的心灵创伤有话说。我目睹了政治舞台上一些令人震惊的行为—自私自利和哗众取宠，无耻虚伪和党同伐异。有时，政治制度的缺陷悲剧性地制约了我们弱化危机和促进复苏的能力。当然，在极度危险的时刻，

我们的政治体系还是管用的，两个政党—共和党和民主党—在必要时做到了终结危机，启动复苏，改革体制，获取恰如其分的两党支持以使两极分化的国会正常运转。一群倔强易怒的政策制定者却合作得非常好—争论、苦恼、求同存异，但最终的目的都是为避免官僚化的冲突，提高效率，求得正解。

如今，公众大都对政府是否有能力管理一个“双葬礼”（two-car funeral）持怀疑态度，年轻的美国人都不愿意进入公共服务领域，而这无可指摘，好在我们的系统通过了压力测试。

我希望这本书将有助于回答一些仍然萦绕着危机的问题。为什么会发生？我们如何使之发生？我们如何决定该救助谁？为什么我们不对银行实行国有化，或者让更多的银行倒闭？如何在使左翼相信我们是华尔街的同伙的同时，让华尔街感觉我们是穿着西装的切·格瓦拉？为什么我们没有对住房市场干预更多（或更少）？为什么我们没有得到更多（或更少）的财政刺激？经济为什么不再蓬勃发展？雷曼兄弟到底发生了什么？为什么当初我们不把危机消灭在萌芽之中？

本书不是讲述金融危机的流水账，这件事别人已经做过了，虽然他们的故事大都止于2008年。这也肯定不是奥巴马总统第一个任期内的经济政策史，而是关于一位政策制定者对导致危机的各种事件的深入观察、危机期间的关键选择、危机的余震效应以及体制改革斗争的历史。我希望本书可以载入史册，同时纠正一些历史误会，并还原危机的本来面目。

我写这本书还有另外一个原因。金融危机危害巨大，这也不会是最后一次。然而，美国却没有一支常备军来应对金融战争，没有参谋长联席会议，没有战争学院，也没有剧本。尽管所有金融危机都不同，但它们有很多共同点，这次极端情形的经验教训可以对政策制定者和公众应对下一次危机有所帮助，我希望本书能够成为指路明灯。

我从刚刚进入财政部帮助前任部长罗伯特·鲁宾（Robert Rubin）和拉瑞·萨默斯应对一系列新兴市场金融危机时的经验教训说起，处理本次危机的许多方法思路均源于此。然后，我将讲述泡沫破裂前我在纽约联邦储备银行作为金融监管者之所见、所做和所误。在此期间我犯过错误，但绝对不是大多数人所以为的那样。

这是自大萧条以来的最为严重的一场危机，自2007年爆发，于2009年结束。故事的核心，将是我对于这场危机的看法—不仅包括我在纽约联邦储备银行就已经开始实行的金融工程，也包括关于刺激政策、住房市场以及奥巴马时代宏观经济的争论。

截至2009年年底，最严重的危机在美国终结。但我仍然面临一些挑战。华尔街改革争斗尤酣，我们努力出台一些金融规则，可以使未来减少危机频率及降低其恶果。然后欧洲开始崩溃了，我在剩余任期内一直敦促欧洲人更加积极地解决他们的危机。我们也开始了一系列关于财政路径的预算谈判，但差点儿毁于一旦：国会中的共和党对手迫使美国政府财政违约，这将是一个真正的末日场景。

这些争斗都是大危机的回声。但在我描述这一切之前，我应该解释一下我是如何在战斗最激烈的时刻最终胜出的。我与伯南克和拉瑞·萨默斯不同，他们都是学者，我也不是汉克·保尔森和鲁宾之类的华尔街大亨。我非常偶然地经历了这段历史。

---

1. “车灯前的小鹿”现象，指的是一种焦虑、害怕、紧张的心情。源自：当一只小鹿黑夜里在路边看见一辆开着前大灯的汽车驶来时，会惊慌失措地在原地一动不动。—编者注
2. 芭芭拉·史翠珊，美国史上最成功并且最有声望的艺术家之一。她同时拥有奥斯卡奖、托尼奖、格莱美奖、艾美奖、金球奖多个奖项。—编者注

STRESS TEST

Reflections on Financial Crises

第一章
一个美国人在海外

我有一个非凡的童年，但我只是一个平凡的孩子。

我是一名好学生，但不是非常出色。我是一名像样的运动员，但也没有什么特别之处。我不是很有野心，也不是很愿意勤奋工作。当我进入大学，我已经在非洲、印度和泰国生活过，经历过战乱和政变，但我对政治、经济甚至时事动态却毫无兴趣。我经历过各种惊奇之旅—克什米尔、肯尼亚、贝鲁特和巴厘岛—但是我极少停下脚步去思考。

那些在异国的成长经历，并没有让我产生异乡之感。这些经历就像生活本身，大多时候充满着乐趣。我有幸成长在一个亲密而又热闹的大家庭，没有许多曲折坎坷的经历却充满着爱和欢笑。我的妹妹莎拉比我小两岁；我的双胞胎弟弟，乔纳森和戴维，比我小4岁。我们总是忙着玩耍和探险而不去深刻反思。早期的往事是一段美好的回忆：乘牛车在尼泊尔漫游，在科德角驾驶小游艇，在印度的胡里节上把五颜六色的粉末淘气地倾倒在兄弟姐妹身上。尽管按美国的标准我们并不富裕，但我们却是非常幸运的。

虽然在当时看来那段童年时光寻常无奇，但它向我揭示了这个世界有极端的贫穷和恶性的不平等，还有多样的民俗文化。我的父母，彼得·弗兰兹·盖纳特和狄波拉·穆尔·盖特纳，给了我这件非凡的礼物—全球式的教育。更重要的是，他们给了我一如既往的、慷慨无私的、无条件的

爱！他们不是用说教而是用实例来教导我该怎样认真对待生活，而不要把自己太当回事儿。 他们向我表明帮助他人会使工作变得更富有意义。他们是谦逊的模范。除了对他人友善和对事物充满好奇，他们从不向我们施加压力，要求我们去做这做那。但他们总是对我抱有信心，而这也让我产生信心。

我的母亲是一名音乐家，是一名老师，还是一名极端的自由主义者，内心充满同情和乐观。她说她有乐观向上的基因。她在乳腺癌手术疤痕的旁边文了一个马蹄蟹样的图案作为装饰。在国外生活的时候，她学习了印地语、泰语和汉语。她为人热情友善，她把自己的热情分享给她遇见的所有人，她会在她到过的所有地方交下终生的朋友。相对而言，我的父亲在各方面都更加安静、稳重、质疑和保守。在五十多岁时，他就是个老小孩儿；在六十多岁时，他是我精力充沛的母亲的绝好补充。他也是一个毕生的共和党人，尽管他活跃在艾森豪威尔执政时期，而之前他的很多政党同志转向了极右。他的全部职业生涯都在致力于全球的发展，并且他也不是一个传统保守主义者。2008年，他投票给奥巴马总统。但是2012年，他却支持罗姆尼，尽管那时我还在为奥巴马工作。

我的母亲来自于一个新英格兰家庭，可以一直追溯到“五月花”号。家里有很多亲戚，比如建筑师巴克明斯特·富勒（Buckminster Fuller）、新闻记者玛格丽特·富勒（Margaret Fuller）和小说家约翰·马奇（John Marqua）。她的父亲查尔斯·穆尔是一名新闻编辑，也是福特汽车公司的副总裁，同时也是艾森豪威尔总统的顾问。在生命的后期，外祖父作为城镇行政委员服务于新奥尔良，也就是我父母生活的海角边那个小镇。

我妈妈的兄长乔纳森把一生都献给了公共服务事业。作为共和党国会助手，他帮助保护科德角国家海岸，在美国国务院、国防部和司法部担任着重要职务。在米特·罗姆尼的父亲乔治竞选总统时，乔纳森还作为外交顾问为乔治提供了帮助。1973年，美国发生了“水门事件”。同年夏天，在“星期六之夜大屠杀”前夕（尼克松总统下令解除水门事件特别检察官—也是他的上司—考克斯的职务），我曾经拜访过他，他为了表示抗议也辞职了。他总是很忙，忙着打电话处理一系列的事情，这给我留下了很深刻的印象。

我父亲的家人并没有跟随“五月花”号来到美国，也没有为美国独立

出过力。他的父亲是一个定居在北费城的德国移民，是一个木匠，自己开了一家小作坊。而我的父亲曾在一所大多是非洲裔美国人的公立高中读书。在那里，他是一个运动明星，是一个优秀学生，也是班里的班长，是一个留着平头的严肃的年轻人。美国军方为他在达特茅斯的学习付了学费，在那里他是美国大学生优秀联盟（Phi Beta Kappa）中的一员—尽管他只有5英尺9英寸高但却是篮球队的队长。他当过4年的海军航空兵。朝鲜战争后，他曾经在航母上驾驶过FJ-3复仇女神型战斗机和其他型号的战斗机。

我的父母是1957年在乔纳森叔叔的婚礼上相遇的，我的父亲是乔纳森来自达特茅斯的朋友之一，他以伴郎的身份出席婚礼，当时他也在和新娘的妹妹约会。而我的母亲当时只是史密斯学院的新生，她被我的父亲深深地吸引了。几年后，当她听说他已经搬到纽约，并供职于一家化工公司的时候，她给他寄了一张情人节贺卡，9个月后，他们结婚了，并且一直相爱至今。

1961年8月18日，我在曼哈顿医院出生，我妈妈说我从小就是一个活泼好动、精力充沛的孩子，甚至在我还尚未能完全学会走路的时候，我就已经可以在我们之前居住的公寓里踉踉跄跄地追逐她了。（直到现在，我仍然很难长久地坐在那里不动。）不久之后，我的父亲就加入了美国国际开发署，我们举家搬到了南罗德西亚，也就是如今的津巴布韦，之后我们又搬到了北罗德西亚，也就是如今的赞比亚地区。我4岁以后，他的工作调回到美国国际开发署总部，于是我们又搬到了华盛顿郊区。

我妈妈讲述了我和眼镜蛇近距离接触的故事，还有我曾把一个塞满硬币的布尿裤当安全毯的事—妈妈说那是我第一次对金融感兴趣—但是我对非洲没有一点印象。显然我是一个淘气的孩子，当我们的达克斯狗咬了我，我会含泪承认是我首先咬小猎犬的。在我之后的青春期里，每当我说了骂人的话，我妈妈就会用肥皂水洗我的嘴以消除晦气，正如你所知，这并没有起到持续的良好效果。因此有人曾建议这本书的名字改为《渎神的篝火》更为合适。

在我6岁的时候，福特基金会要求我父亲去新德里负责一个项目。我仍然记得从机场开车出来时，那奇怪而可怕的高温和味道给我带来的冲击。在开车去学校的路上，我们看到很多婆罗门牛在路上逛，还有很多营养不良的儿童在每个路口乞讨—为了更能激起路人的同情心，他们

中的一些被成年人伤害致残。

我在一所美国国际学校就读，那里几乎就是美国学校的环境，在那里我像每个美国孩子一样参加游泳和棒球队之类的运动。但是我们与经常驻扎在大使馆的外国服务家庭不同，我们和很多其他外国人一起住在一个被称作“朋友殖民地”的印度社区。那是一个准殖民区，有很多司机、佣人、园丁和守夜人。但是我父母的朋友大多数是印度的艺术家和知识分子，或者是一些在乐施会（Oxfam）、国际合作社（CARE）、世界银行等有趣地方工作的外籍人士。我和我的兄弟姐妹以及家里厨师的孩子一起在院子里玩板球，我们也学习印度语。我的母亲会穿印度沙丽，而我们有时候也会穿上尼赫鲁上衣。有时候我们会在“国家体育馆”游泳，那里有深绿色的水，水的深处还有很多青蛙，甲板上还有很多会咬人的蚂蚁。

然而，我们与大多数印度人在生活方式上一直存在差异，我们一直都明白，正是因为可怕的贫富差距而使我们有着不同的命运。我还记得戴维在腿伤好了以后，把他的拐杖从车窗递给了街上的残疾孩子。每年夏天福特基金会都会资助我们回美国，两地的经历总是提醒着我们美国和世界上大部分地区之间存在着巨大的贫富差距。让我吃惊的是，弗吉尼亚郊区一家超市的整个过道里囤满了宠物食品无人问津，而这奇怪的世界却依旧充满着饥饿的人群。

六年级毕业后，福特基金会让我的父亲去曼哈顿总部负责它们的发展中国家规划，这让我们终于回到了美国。我们定居在纽约州佩勒姆，这是纽约北部一个典型的居住区。如果不出差，我父亲几乎每天都会乘坐下午5点36分的火车从中央车站回家，这样我们一家人就能在一起吃饭了。尽管我们不是虔诚的信徒，我们也每个周日去美国新教圣公会做礼拜，后来，我去了一所公立初中。

刚开始，我感觉自己就像是来自外星的访客一样：我个子矮，身子又单薄，甚至比参加波普·华纳橄榄球赛资格的标准体重轻，我很失望自己没能参加篮球队，因为我父亲曾收到过凯尔特人队的邀请。我的头发有点长，这让我显得不怎么酷，我还遭遇了一些其他初中生的恶作剧，他们把我文件夹里的材料倾倒在地上，把我的纸弄得到处都是。这里的一切对我来说都是新的：我从没看过《全家福》（All in the Family）和《夏威夷特勤组》（Hawaii Five-0）；我从没听说过平克·弗洛伊德乐队，直到我的朋友给我放了一段他们的唱片；所有关于和一个女孩儿出

去玩的想法都很奇怪—我又能去哪儿呢？

但是，最终我适应了，我放学后和一大群孩子在我的街区打着街头冰球，玩着美式橄榄球还有棒球，我还找了一个送报员的兼职。到了九年级毕业，当我在我的城市正享受着生活的时候，我的父亲告诉我他们要搬到泰国去了，在那里我的父亲要负责福特基金会在东南亚的规划。我的父亲想重拾他曾经的事业，而不是在纽约的文案工作。

不停地搬家和不停地适应新的环境，这会带来种种创伤，但是这同样会让人因为去探索新事物而兴奋。曼谷—这个充满致命诱惑的城市，到处是温和、宽容、开放的人们。父母让我自己乘公交、出租车或三轮车去探索这座城市，我们住所的街道尽头是一个按摩和卖淫的场所，毒品泛滥，而且这里没有规定禁酒的年龄。但这也抹去了很多的诱惑。

我去了另一所在曼谷的美国学校，我不需要花多少精力就能取得好成绩，在这里我喜欢简单明了的物理和数学，不喜欢复杂的政治和历史，我棒球和网球都打得很好，却两次被篮球队排除在外。在两个赛季中我充当球队经理的角色，帮我的朋友包扎受伤的脚踝，最后我终于正式加入了球队。莫名其妙地，我初中和高中都被选为班长，我记忆中对此的第一印象就是我有多么讨厌公开演讲。我虽然在和别人相处方面有了长足的进步，但是我还从来没有做过一个成功的演讲者。20年后我第一次离开财政部时，一位同事在她的临别赠言里引用我曾经说过的话，“剥掉花言巧语只剩下基本要素的英语，就像现代艺术一样不可理解。”我想我一直是这样的。

作为一个十几岁的孩子，我相对没有什么烦恼，过着很安逸的日子，但是我却不知道这辈子想要做什么。我记得我做了一个“要用什么颜色降落伞”的测试，最后的结论是我最适合做生意。当时我想：好吧，也许吧，但是这似乎没什么意思。我除了有一个社区银行家的叔叔，我生活里没有任何真正的商业氛围。夏天回美国的时候，我在奥尔良工作，所谓的工作就是打扫布衣街上的一个店铺，然后在那里卖衣服，这种工作无法点燃我创业的激情，我那时都没有考虑过我将怎么谋生。

我对这世界还是捉摸不透。我父亲很少谈论他的研究工作，即便是在他带着我们去印度看望孤儿，去泰国拜访高山部落的时候—当然我也很少问。印巴爆发宗教战争的时候，我们正住在新德里，不得不接受宵禁和提早熄灯，但我并不真正理解他们为了什么而战。当我们在泰国的

时候，那里发生了政变，我也不知道其中的缘由。哥哥乔纳森记得我们当时因为政变而取消了沙滩度假的事，我还安慰了他。

在越南战争之后，我们不可能生活在东南亚却意识不到世界对美国的矛盾心态。生活在海外的日子使我从许多方面更加明白美国置于世外的现实，也更多地弱化了我对美国例外论这一成功形式的印象。我读过《丑陋的美国人》和《沉默的美国人》，读到了我们的傲慢自大和愚昧无知。我早就说过，美国影响世界的能力从很多方面来说是正向的，但是有些时候却未必如此。

我的父母并不向我们说教这些。他们相信事实胜于雄辩。他们让我们置身于有着文化、信仰、习俗极富多样性的世界里，却不做评判。我们学着自己得出结论，学着对这世界充满好奇，同时保持自己对这一切的理解能力谦逊的态度。

我第一次真正有自己的主意，是我决定去哪里读大学。我并不知道我想要什么，但我收到了达特茅斯学院和卡尔顿学院的邀请，同时也出现在威廉斯学院和卫斯理学院的备选名单上。我父亲和几个其他亲戚都是达特茅斯学院毕业的，但我最初抵制要去那里：一部分原因是我想走自己的路，另一部分则似乎是凭关系申请成功让我有些负罪感。但我发现这些都不是拒绝一所好学校的理由。

1979年，当我从曼谷来到位于新罕布什尔州汉诺威市大学城的达特茅斯学院时，就被其极致的文化深深震撼。那儿很冷，我却穿着夏装。在达特茅斯的学习比高中难多了。社交方面与我离开印度到维斯切斯特读初中的时候一样：我对主流文化既陌生又不适应。绝大多数同学自以为是出身于埃克塞特和安多弗（贵族学校），很清楚地意识到他们属于上流社会，而我却毫无概念。

在我去课程注册的时候，听到一个教授用泰语说脏话，这个偶然的机会让我开始走运。我发现他去过我在印度和泰国就读的学校。在这位优秀教授的建议下，我报名学习中文，在苏珊·布雷德（Susan Blader）教授的指导下，我爱上了这门课，否则我就是一个既不上进又不努力的学生。虽然有一些我喜欢的政治学课程，但是我只选了一门经济学课程却发现这门课枯燥无味。我有些好朋友，但我不是校园主流的大学兄弟会成员。我在大学期间一直做兼职：给餐厅洗盘子，为大学新闻部门拍照，为其他上中文课的学生做辅导员来赚些生活费。我还在美孚公司交

流部、索耶米勒政治咨询公司实习。我想这些都是很好的经历，但是事实证明这对我似乎没什么帮助。

之后我加入了共和党，虽然没有多少信仰，也没有对政治的热情。我为大学校报拍了关于1980年初选的新闻照片，却记不得是否投了票。让我极度反感的是，那时共和党保守派强硬的政治运动在校园里广为流传。在《达特茅斯评论》—这一运动的智囊中心，在校园里发布了麦卡锡式的同性恋学生名单之后，我在咖啡店遇到了评论的作者迪内希·D·索萨（Dinesh　D’Souza），我质问他对这一浑蛋做法有什么感想。索萨后来成了著名的右翼智囊和有关奥巴马总统阴谋论的畅销书作者。所以我想我没能够动摇他的观点。其他几个《达特茅斯评论》的创始人之后加入了《华尔街日报》编辑部，当然对我之后的工作他们也并不支持。

在大学期间，我的一些最重要的经历发生在校外。第一次经历发生在我大一的圣诞假期，那时我为美联社拍摄沿着泰国和柬埔寨边境的两个庞大的难民营。这些难民营在我目力所及之处，暴力恐怖，藏污纳垢。营地里到处是穿着黑色宽松衣裤的柬埔寨共产党人（红色高棉），越南入侵柬埔寨后他们逃离故土。这些加害者变成受害者，使得悲剧在道德上蒙上了一层令人困惑的阴影，即使有着在印度生活的经历，这样的苦难还是让我瞠目结舌。我拍了很多照片，但是仅仅很好地描摹苦难并不让我感到满意。我喜爱摄影技术，但是我开始意识到我不能作为一个旁观者去耗费我的一生。我想要动手做实事，而不只是冷眼旁观，即使不知道要做什么我也要去做。

那年夏天，我在海角查塔姆的一家餐馆当初级厨师。我喜爱这项需要投入大量精力的工作，能够带来同时完成6件事的快感的工作，包括在厨房肆意不羁、脏话连篇的氛围。接下来的两个夏天更是令人难忘，因为在中国向西方开放伊始，我就开始在北京留学了。当时大部分留学生来自苏联或者来自其在非洲的附庸国以及朝鲜；而美国留学生住在一个与其他学生分离的特殊宿舍。在淋浴室的墙面上有薄薄的一层白漆，但我们仍然可以辨认出关于万恶的美帝国主义的口号。我们去任何地方，周围都会有好奇的中国人围观，我们是他们痴迷的对象；我们骑着自行车绕着整个城市；我会在天安门广场玩飞碟；我记得在市场里有位男士对我说，他喜欢美国人，理由是因为我们和中国人一样乐观开放，与日本人完全不同。

我开始困惑自己是否愿意作为一个永远的侨民生活在这里，而这意

味着我远离祖国，却永远不会是东道国的一分子；或者我是否更应该做一个美国人，从而更有归属感。在我毕业的那年秋天，我签约租住在校外一个破败的群租房里，那时，无意中我面对人生有了第二次飞跃。我将和3个室友一同居住，而她们全都是女性。其中一个是卡罗尔·索南菲尔德（Carole Sonnenfeld）。

很多男士在结婚之前就和他们的妻子同居了。但有多少人在和她们的妻子约会前就在一起生活呢？我们很快就坠入爱河。卡罗尔是一位难以置信的有吸引力的女士：坚强、聪明、漂亮、有同情心。她读的是政策研究专业，并辅修了经济学—那时，她对我今后职业生涯中所需的知识了解得远比我多—而她注定成为一个社会工作者。她曾在福利院为受情绪困扰的青少年服务，而且也曾在法律办事处为受虐儿童维权。不管怎样，我们很投缘，而且很明显双飞双宿有利于我们感情升温，正如卡罗尔的祖母所准确描绘的情形，我们很“方便”。我们度过了美好的第一年：我们在一起学习生活，为我们的室友做饭，按照她的《穆斯伍德食谱》（Moosewood Cookbook）学烹饪，而今这本被带子紧捆的食谱还完好无损地放在我们的厨房里。

1983年春天，卡罗尔和我毕业了。那一年达特茅斯学院的毕业典礼演讲者是美联储的主席保罗·沃克尔（Paul Volcker），这位态度生硬的伟人曾面对愤怒的公众，通过提高利率来遏制通货膨胀。后来当我领导纽约联邦储备银行时，沃克尔成为顾问—后来又在奥巴马政府共事，虽然他并不总是同意我的做法—但当时我都不知道美联储是什么。我想要说的是，他的演讲鼓舞了我去做一个讲真话的中央银行家和人民公仆，但是坦率地说，那个音响系统非常糟糕，以至于我一个字都没听到。

我一直在考虑驻外事务处的工作，卡罗尔曾想去和平工作团。1983年毕业之后，我们放弃了那些计划，这样我们就可以待在一起了。除了想和她在一起之外，我始终不知道长大后我想要做什么。

同学们都涌向了大型企业和与金融相关的工作单位，而我对这些领域都不感兴趣。也许这仅仅是因为我非常幸运地降生在一个衣食无忧的家庭，金钱不在我的“雷达屏幕”之上（我不在乎钱），而且我根本想不到赚钱能有什么意义。我的确强迫自己参加过一家管理顾问公司的面试，第一个问题是如何重整一家破产的小啤酒公司。我回答不上来。

最终，我决定直接升学去研究生院，只要能让我摆脱找工作这件

事。我申请了一批公共政策领域的硕士计划，并最终选择了约翰·霍普金斯大学的高级国际问题研究院，这所大学恰恰是我父亲从海军退伍后就读的学校。我从没想过追随父亲的脚步，他也未曾对我们施加过压力要我们去选择某一条特别的道路。但是莎拉和戴维也去了达特茅斯学院，而乔纳森也选择了高级国际问题研究院。莎拉也追随父亲的脚步，加入了促进全球发展的事业，她现在是世界银行的顾问，而乔纳森现在是华盛顿智库的军事分析师。戴维在时代公司做了20年的管理人员，我们中唯一一位在商业战线工作的就是他。对我来说，毫无疑问的是，父亲和乔纳森舅舅丰富多彩和令人兴奋的事业使得许多可选择的从业方向都显得黯淡无光。我的父母后来在北京开启了一场新的冒险，父亲在那里设立了第一个福特基金会中国区办事处。

毕业后，整个夏天我都在海角打工，给牡蛎去壳或做酒吧招待。然后，卡罗尔和我搬去了华盛顿，一起开启我们全新的生活。我在研究院的这段时间，她在经济上支持着整个家，开始时，她在华盛顿的一家经济咨询公司工作，然后跳槽去了公共事业公司（Common Cause）研究税收政策。但是她最喜爱的工作，是为一个晚间危机热线做志愿者—这开启了她诊所社工和理疗师的职业生涯。卡罗尔是一个耐心的倾听者，无论是面对痛苦、悲伤还是其他挫折。

之后，她开始教医学院学生如何更好地去倾听患者的心声。当我仅仅需要耐心倾听时，我往往倾向于分析和解决问题。后来在我从事公共服务时，卡罗尔时不时会提醒我要设身处地为别人着想。

那时，我在学校找到了前进的动力。高级国际问题研究院务实的、技术型的和解决问题导向的价值规范深深地吸引了我。我开始逐渐对日本这个一度威胁到美国经济霸权的国家产生了浓厚兴趣，所以我在继续学习中文的同时又开始学习日语。我同样也被日本的电影和文化所吸引。我喜欢学习完全新鲜的事物，正如我成长时在不同国家所经历的。

我也慢慢地去重温经济学，不是那种特别高深或是充满数学公式的经济学，我偏爱那种教你如何选择，世界如何运转，什么决定经济绩效的经济学。我在这方面做得相当不错，尽管还没有达到那种在学术界崭露头角的程度。在面试时，一位教授问我喜欢阅读哪些经济期刊，我回答说都不喜欢。确实是这样么？确实是。他一副怀疑的态度。最终他认为我对经济学缺乏兴趣，没有资格获得年级荣誉。

1985年，我获得了东亚问题研究和国际经济硕士学位，我知道我想尝试全球范围内的政策工作。我整个夏天都在海外私人投资公司（Overseas Private Investment Corporation）工作，这家公司属于美国政府金融开发部门—前身是父亲曾经工作过的美国国际开发署办公室（USAID）—我认为可以开始尝试公务员工作，但我拒绝了商务部和其他一些实务分支机构的入门级工作。我申请了总统管理实习生计划，因为这是通往政府高级职位的捷径，但最终没有成功，或许是因为面试的时候我搞砸了政府会议模拟中的人物角色，但这一角色对我来说似乎太荒谬虚伪。因此，那年夏天我和卡罗尔在我家位于奥尔良的房子中结婚时，我仍然没有工作。

从法国度蜜月回来之后不久，我的学院院长将我推荐给布伦特·斯考克罗夫特（Brent Scowcroft）—基辛格的合作伙伴之一。亨利·基辛格（Henry Kissinger）所在的国际咨询公司聘请我作为一名亚洲分析师。此后，我为基辛格博士工作，我知道他是一个复杂的、有争议的人物，但我认为他是那个时代杰出的战略思想家，即美国对中国开放的总规划师。我的基本外交政策观点建立在传统的现实主义观点之上：在认为世界整体是动荡危险的基础上，注重国家利益而非理想化的道德目标，一贯支持市场经济和自由贸易。基辛格是外交政策制定的人格化身，我被这世界终极内幕所吸引，也许更多是因为我作为一个局外人的成长历程。基辛格的伙伴，国际主义的建立者斯考克罗夫特和劳伦斯·伊格尔伯格（Lawrence Eagleburger），后来分别担任了老布什总统的国家安全顾问和国务卿，他们不但仪表堂堂，而且睿智过人。对我而言，基辛格顾问公司看起来是一份有趣工作的开始。

我现在应该算是亚洲问题专家。有一段时间，我领导华盛顿对日本政策分析师小组，称为Kabanmochikai，即“公文包运输俱乐部”。但是我被自己在专业领域中的无知所吓倒了，我的意思是亚洲是一个如此广袤而复杂的地方，我虽然能比大多数25岁的美国年轻人所看到的更多，但却没有多出很多。我正在写备忘录，这将能帮助亨利·基辛格和他的合伙人对整个北美大陆的政治和经济保持同步了解，同时我每月飞往纽约一次，面对面地协助他们。但是我几乎不了解金融和商业知识，而且我从未在政府工作，也从未从我研究的这些决策者的角度设身处地考虑过问题。

在基辛格顾问公司的三年是我毕业之后很好的一段再教育的经历，

但是这也让我意识到，我不愿意把毕生的时间和精力用于撰写政府中其他人在做什么。我自己应当成为政府中的一员，所以我申请了财政部的国际司的职位，我觉得这个部门在那个时候正处于一个有趣的政治议题的中心，同时也以无党派著称。1988年8月份，我接受了财政部国际交易办公室的一份文职工作。我依然是一个共和党人—1984年投票给了里根总统，1988年投票给了老布什—但我加入财政部并不是里根政府任命的，而是我非政治的职业选择。我成了政府的一名初级官员，处于GS–13等级，一个华盛顿官僚。

在我坐进财政部办公室小隔间几天之后，基辛格给我打电话，这是他的极少数电话之一。他正在写一本书，想让我写两篇关于中国和日本对外政策的长文。他赞扬了我之前的工作，这可能是他第一次这么做。他告诉我需要日本的一些额外研究。当我告诉他我现在已经在为政府工作，无法再继续为他工作时，他听起来不怎么高兴，旋即结束了我们的谈话。在此之后大概15年，我们没有任何接触，直到我被任命接管纽约联储，他邀请卡罗尔和我参加一个私人晚宴。他开玩笑说，他在我的经济学教育上起了非常重要的作用—他以轻视经济而自傲—他宣称一直都看好我能够担此重任，并且以后还会因为成为我的伯乐而荣幸。

如果真的是这样，那他也是唯一的一个对我如此评价的人。我可以说是一个大器晚成的人。我刚到财政部时，我的感觉和在达特茅斯学院读书时一样，觉得还没有准备好。在工作中或者工作之外，我还没有任何长远的职业规划。我仅仅想做些有趣的、充满希望的工作。海外生活多年之后，我希望能以拳拳之心报效祖国。

STRESS TEST

Reflections on Financial Crises

第二章
危机的教训

宪法并没有赋予政府部门直接管理国内经济的大权。但是，财政部在对外经济事务方面具有相当大的影响力。当我加入国际部时，这个部门就拥有两百人的公务员队伍，并以处理重大问题闻名于世。我的第一个任务是写一份关于欧洲金融一体化对于美国影响的分析报告。当时我对这一论题一无所知，虽然在20多年后我才能够勉强得出结论，但对于27岁稚气未脱的我而言，这份报告饶有趣味。

在国际贸易办公室工作时，我的上司是比尔·巴雷达（Bill Barreda），他是一个职业公务员。他也是第一个真正激发我职业灵感的榜样，使我感到自己的任务更加重大。他聪敏而又风趣，丝毫不做作。他习惯骑自行车上班。他会在他的那间能眺望白宫东翼的办公室，用黑板板书给我们上经济学课程。他也是一个很有天分的管理者。每当我们给部长尼古拉斯·布雷迪（Nicholas Brady）编写简报时，巴雷达都会带上啤酒和我们团队所有人员去干装订和校对的活儿，无论是行政人员还是经济学博士。

巴雷达秉持一项秘不外宣的技术官僚准则，即专注于做正确的事，这一点我努力想为我所用。要告诉你的上司你真正的想法，既要讲政治，也要随机应变、顺势而为。而且绝对不能忘记我们的工作对整个世界的使命感。虽然我只为巴雷达工作了一年时间，但是他关于获得正确

答案的道德标准对我有着很深的影响。

我在财政部的第二份工作是为美国金融服务业第一次国际贸易的谈判代表工作，每月一次飞往日内瓦，帮助谈判代表设计了一套全新的全球市场规则。这似乎是经济政策的新领域，因为越来越多强大的资金流在不同国家间流动，而且那些以往不可能开放的国家正向国外投资打开市场。而我就是执笔的设计师，协议草案都是在我的IBM电脑上产生的。我喜欢这种在一张白纸上创作新事物的快感。我也很陶醉于外交中舞蹈般的美妙，在获得美国金融监管机构支持的前提下，我与国外谈判代表达成共识。

1990年6月，我和卡罗尔搬到了东京，我开始了一个更为有趣的工作，即作为美国派驻日本的财政专员助理。在去东京的路上，我们在夏威夷停留休养了几天。所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）的一位经济学家后来告诉我，刚到日本的时候，我看起来就像抛开冲浪板的孩子那样欢呼雀跃。在日本，财政部是最有权力和受人尊敬的政府机构，公务员们需要花费数十年的时间在财政部的官僚层级中向上攀升。但是当时我才29岁，肯定不是他们所期望的美国财政部选派过来工作的人选。尽管我在为基辛格工作时涉猎过日本，并且我能够勉强读懂日文报纸，但我有自知之明，关于日本我知道的并不太多。我到东京才一个月，这位财政专员就突然回华盛顿接手新的工作，在美日经济关系紧张的时刻，我在几乎没有任何帮助的情况下被留下来独自负责。

我的感觉就像一名驻外记者，试图调查一个新地方，然后向遥远的华盛顿发送急电。对于任何外来户而言，日本都是一个难以掌控的挑战；而且很多的经济工作内容对我来说还是陌生的。我的工作任务之一，是撰写财政部关于日本经济的季度预测报告。这是对我有益的教训，主要是使我对预测总是心存疑虑。我与经济学家和行政部门广泛交谈，并研究相关数据。但是我们应该如何预测日本在未来两年的经济增长率呢？即使是我所学过的最好的预测，也只是有训练的猜测而已。它们可能告诉你一个经济演变的故事，但是它们无法预测未来。

无论如何，华盛顿似乎很欣赏我的工作。我还记得，在我们试图让日本人帮助支付第一次海湾战争的费用时，我搭乘去东京机场迎接来自华盛顿高级代表团的车辆。当日本警察为我们开路时，部长布雷迪的幕僚长霍利斯·麦克洛克林（Hollis McLoughlin）问我他们对着扩音器在叫喊什么。我不知道如何直译，但我回答道：“他们在说：‘快闪开！’”我不

知道到底是我有限的日语，还是我犀利的粗口让他印象深刻，但他还是把这件事告诉了部里的每个人，我成了部里受人瞩目的一个年轻人。

我在东京的主要职责之一是帮助美国企业，尤其是为美国金融机构开拓日本市场。老布什政府，像其前任一样，关注日本的贸易壁垒问题。在美国国会不断升温的反日本贸易保护主义的热潮同样令人忧心。我们的希望是，如果我们能使得日本提供更加公平的市场环境，国会可能就不太倾向于制定法律来限制日本企业进入美国市场。主流的观点，也是我所认同的观点，是更自由的贸易将有利于美日双赢。

那段时期，日本被视为美国的主要经济威胁，日本制造了我们使用的摄像机和录像机，购买了洛克菲勒中心。在我上任的4年前，日经指数是现在的3倍，房地产价格也是现在的3倍。日本的国土面积同加利福尼亚差不多，但国土价值却是整个美国国土价值的4倍。鉴于日本企业和美国政府官员以及大公司之间有着极其亲密的关系，出版商曾经出版书籍预测日本的资本会埋葬美国模式。政客们誓言要阻止日本的公司继续抢走美国人的工作。好莱坞电影的特点是把日本企业当作反面教材。

但就在我搬到东京的不久前，日本股市泡沫破灭，然后是房地产泡沫破裂。正如沃伦·巴菲特所说，当潮水退去之时你就能够看到谁在裸泳。日本的公司看起来不再是不可战胜的。我能够看到在早期阶段日本应对金融危机十分巧妙，一些破产的银行合并成为更加强大的银行，不过这些做法在后来却成了反面案例：政府对弱小银行拔苗助长，但资本金仍然不足，导致了以滞胀为特征的“失去的10年”。在美国政府内部，却又回到了原来那种胜利者对待失败者的状态，要求日本向我们学习。我难以理解关于日本这种所谓优越的经济模式的夸大宣传，但也并不赞同美国的种种傲慢反应。

我非常认同美国推动开放准入的实质。日本的许多贸易做法都收效甚微或者不甚公平。沃尔玛不能在日本建超市，而且美国金融公司事实上被日本共同基金和养老基金市场拒之门外。美国对日本的贸易壁垒也是一种合理的害怕反应。即使它并没有引发一场全面的贸易战，也会损害美国消费者以及依赖于日本零部件进口的美国制造商。而来自美国的外部压力，日本称之为外国压力（gai-atsu），有利于日本改革者在其国内驳倒国会里保护主义的思潮—经济大门迟早要打开。

我仍然对美国的家长作风感到不安。我觉得美国人教外国人怎样经

营自己国家的方式是不妥的，这一点我继承了我父亲的观点。并且，我认为萧规曹随，现在仍然沿用麦克阿瑟将军通过法令管理战后日本的方式是有风险的。我很高兴主张公平的竞争环境，而且美国公司面临的困难也并不总是源自日本人对外国产品和服务的歧视。无论是对本国企业也好，外国企业也好，日本的标准都是非常严格的，这也不是日本标准当初设立的初衷。有些人会说这种模式没能够促进日本的发展，反而最终让日本陷入了“失去的10年”，但这不是我们要解决的问题。有人指责美国官员指手画脚地对日本施压，要求日本重塑日本经济在美国人心中的形象，并且威胁日本，美国国会的贸易保护主义者可能会阻止日本产品进入美国市场，我觉得这样的指责很荒谬。

在这一切中，我扮演着温和的角色。作为公务员，我负责执行美国的政策，包括那些我尚有复杂感情的部分。而这些政策最终的效果却很好，我们说服了日本放宽对贸易和投资的一些限制，国会也保持克制并停止在美国颁布新的政策。虽然我们的工作并不会在美国国内惊起大新闻，唯一夺人眼球的主要故事是布什总统向日本首相吐槽。但是，我觉得我们的工作意义重大。

我在日本最难忘的记忆是我做了爸爸，虽然那段美妙的体验依然提醒着我，我的工作占据了我的生活。我曾经答应卡罗尔，我会学习一些与分娩有关的日语，以免当我们去医院生产的时候，没有会讲英语的妇产科医生值班。但我光顾着工作，以至于我开始学习相关课程时有点晚了，拘谨的老师只辅导我学习了3次课程。离预产期还有3个星期时，卡罗尔在大使馆接待处羊水破了。那天晚上，医生和护士把我的女儿爱丽丝抱到我的怀里之前，我真不敢说他们说的话我听懂了多少。现在我和卡罗尔可以嘲笑一下我糟糕的妇产科日语了，但这不会是最后一次为了工作而辜负我的家庭。

1992年，财政部把我召回华盛顿，于是我们搬进了一所与我一年级时在贝塞斯达住的木材场社区相似的小房子中。作为国际事务的助理秘书时我负责一些办公室工作，审查监督文件流程，保证一切准点有序运行。上司的秘书是受人尊敬的祖拉·佩普瑞斯（Zula Peperis），他当时对我说，将来我会成为财政部长，这让我忍俊不禁。我当时只是一名低级官员，那时候还没有公务员直接晋升到财政部领导的先例。所有的高级职务都是政府直接任命，直接服务于总统，而且通常是从政府以外的人员中聘任的。然而，在比尔·克林顿击败老布什当选总统后，我很幸运

地被分配给了拉瑞·萨默斯，克林顿将其提名为负责国际公共事务的副秘书长。拉瑞会比我自己更了解我所具有的能力与才华。

拉瑞拓宽了我关于经济学各种可能性的视野，可以从整个世界的角度来思考，并使经济作为改善人民生活的工具，这比我在研究生阶段或者早期在财政部工作的那些年学到的要多得多。第一次在世界银行见到他之前，他还是那里的首席经济学家，我读了他论文所揭露的一个骇人听闻的事实：纽约的新生儿死亡率高于上海。这让我以全新的方式重新进行思考，到底是什么决定了一个国家的富裕与否，究竟哪些是政府应有的行为，而哪些则是不应有的行为，这个论题让我纠结。在我成为部长之后，当我们争论美国关于穷人安全保障的问题时，我偶尔会提到，与斯里兰卡相比，圣路易斯的新生儿更有可能活不到一周岁。

告诉大家一个秘密，拉瑞在28岁的时候就被哈佛大学授予终身教授，并且因自身的才华享有盛誉。他是曾经的大学辩论明星，他会告诉你错在什么地方，你应该如何改进你的论点以及为什么你改进后的论点仍然存在错误。他非常愿意接受你的挑战，只要你不介意被他不太礼貌的质疑反击回来。他面临公共政策选择时具有启人心智的最可靠的理解力，其基于实证分析的假说总是可以产生更好的求解方法。我们很投缘，他很喜欢我并让我做他的特别助理，而我也愿意直白地告诉他我的想法。数年后，当纽约联储主席问拉瑞，我是否有足够的能力来管理美联储纽约分行时，拉瑞说我总认为他是一坨屎。我记得那并非令人印象深刻的证言，而仅仅是当你觉得你老板做错时你所应该做的。

拉瑞似乎意识到，尽管我并没有假装要从经济学角度给他提供建议，但我知道一些他所不知道的东西，比如财政部如何运转，怎样开展外交，抑或是如何将事情圆满搞定等。我记得在杜勒斯国际机场，那是在他与七国集团代表举行第一次会议之前，拉瑞复习了他打算扮演的所有角色，包括他这一方的完美论据。我努力告诉他仅仅有想法是不够的，最重要的是你要知道如何将想法付诸实践。你要想让别人都支持你，你就不能仅仅是用自己的逻辑说服他们，还要找出你已经超越他们的一些东西，而这些东西必须是他们所需要或者所害怕的。拉瑞有时会在我做出一些评论时嘲笑我—在七国集团代表会议召开时，我为他做笔记，他后来就戏称我为“嘈杂的抄写员”—但是他也确实听我的，至少偶尔会听。拉瑞曾说他可以想象我作为合伙人经营一家律师事务所，或者运营一些大型机构，当然前提是我的文凭不那么低。

他说，“我不知道从一开始你是如何被录用的。”

我本打算只帮拉瑞几个月，因为在我们见面之前，我其实已经在财政部的其他部门谋得了一份新工作。但是拉瑞不肯让我离开。一年后，他决定把我从“嘈杂的抄写员”提升为副秘书长助理，这在该部门已经是一个顶尖的职位了。这是一份荣誉，对我来说也的确是向前迈了一大步，但同时也对我的家庭产生了一些负面影响。且不说我每天要工作14个小时，当然这还不包括深夜拉瑞的电话，而卡罗尔又怀孕了。当我收到拉瑞发来的一份祝贺传真，确认部长劳埃德·本特森（Lloyd Bentsen）已经批准了这次提拔时，我们正在海滨度短假。我发了一份传真回去，告诉他我决定留在这里教网球。

我的新工作包括帮助监督处理七国集团和国际货币基金组织以及全球其他金融问题，这使我又一次感到力不从心。我接替的是一位受人尊敬的官员，在我出生之前，他就已经在财政部工作，直到退休才离开。因为有太多我所不熟悉的工作，我没有信心能够不辜负拉瑞的期望。记得有一次海地抗议者遣返了一艘美国船只，这在国际上引起了轩然大波，本特森部长问我能给总统怎样的建议。我没有什么建议。因为我对海地一无所知，而这也不是关于经济政策的问题。我想要问的是，为什么你会打电话给我？

我的工作职责中至少有一项是我所熟悉的：另一轮日本金融服务贸易壁垒的谈判。我始终认为帮助美国公司对抗国外的竞争是合理的。拉瑞在“拉瑞会话”（Larry-being-Larry）上就一群华尔街高管为美国创造就业机会的解释提出了质疑，这些高管正在寻求更深入地进入日本市场。我告诉拉瑞没有必要太对立，我们推动的改革是合乎情理的。日本的金融市场总体上仍是一个封闭的市场，日本财政部似乎已被其金融部门所控制。

但是华盛顿方面似乎也有点儿被控制。争强好胜的美国国际集团首席执行官汉克·格林伯格（Hank Greenberg）威胁向克林顿政府和世界贸易组织宣战，如果美国没有获取一些日本保险行业的让步的话。我告诉日本，我们需要他们的让步，否则我们会阻碍整个全球协议的达成，他们妥协了。我还记得曾经告诉拉瑞，我们花了太多的时间和精力用于金融重商主义和为华尔街开拓市场。我经常开玩笑说，我们应该有比为对冲基金创造一个更安全的世界更具野心的议程。

我对于自由市场无所不能的说法，并没有纯粹的信仰。我在观察日本在金融系统运转出现故障时会发生什么，比如政府太依赖金融部门而无法收拾残局。但总体来说，我相信我们为打开国外市场参与竞争而做出的努力。我很满意美国所广泛推进的克林顿总统的经济政策，这是对于财政责任的郑重承诺与对诸如教育科研等公共投资领域自由贸易的有机统一。

我没打算留在政府多少年，我因忽视我的家人而感到内疚。有一年冬天，当我在中国旅行时，华盛顿正处在暴风雪的天气，家里的暖炉坏了，身怀六甲的卡罗尔带着我们两岁的孩子，她必须爬上梯子去阁楼才能打开电加热器。1994年4月，我们的儿子本出生了，我们再次感受到了所有父母的焦虑和惊喜。我喜欢那个阶段的生活，看着自己的孩子经历着大千世界，但我错过了太多。我给了卡罗尔太多的负担，大多数的时间里他们过着没有我的生活。

我讨厌这种一直不在他们身边的生活，没有空余的时间陪他们，每次打电话时我总是在忙我的工作。但我喜欢为拉瑞工作，并持续挑战他的智商，他能在任何想法中找到瑕疵并加以完善。我也喜欢为罗伯特·鲁宾工作，当时他担任克林顿总统的国家经济委员会负责人，于1995年1月取代了本特森部长。

鲁宾是高盛的前任总裁，但是他自谦和风趣，没有拉瑞那么吹毛求疵，他信奉过程完美。无论职位高低，他都希望从他的智囊团获取建议，即使我们不同意他的见解。对了，特别是在我们有不同意见的时候。他沉着、公平，甚至慎重得有些滑稽，他从事物的每个角度来分析可能性，在他黄色标准笔记本上记下风险和概率，并收集和保存可选的信息，直到他必须做出决定。他经常提醒我们，你无法从结果去判断决策的好坏，只有在做决策时考虑周全。他的决策通常如此。

鲁宾部长将率领财政部度过一系列的金融危机，并且对即将到来的暴风骤雨严阵以待。

***

大学期间的一个阵亡将士纪念日，我开着我家陈旧的波斯威娜钓鱼船离开海角时看到一艘帆船倾覆在浪花中，船上的一对男女命悬一线。我不知道这对夫妇在冰冷的海水中待了多久。我固定好我的船，然后游

到他们的船边，希望他们可以和我一起游到我的船上。毕竟体温过低比溺水更可怕。

这是一个巨大的错误。我不应该让他们移动。当时风高浪急，而他们也不是足够强壮的游泳者。他们在海浪里挣扎了几分钟后放弃了我的建议，并且游向自己的船。幸运的是，他们做到了，而我也及时回到了我的船上。最终，海浪把他们的船推到了岸边，岸上巡逻的警察救了他们，我错误的建议总算没有带来悲惨的下场。这是一个学习在危机的压力下做出判断的可怕但相对无痛的方式，也是关于学习权衡各种选择的相对优势与潜在灾难性结果的过程。

就在10年后，在一次不同类型的危机期间，在公务车的后座上，我坐在部长鲁宾旁边，从美国国会山返回。

部长参加了众议院银行委员会关于墨西哥比索危机的听证会，这被称为21世纪第一次经济危机。墨西哥当时处于债务违约的边缘，鲁宾曾提出发放400亿美元的紧急贷款。但反应是微弱的。民意以80：20的压倒性优势反对美国政府的救助，而共和党和民主党人则指责财政部长鲁宾密谋将美国人民的税款浪费在外国人身上，以及为其可能在墨西哥的华尔街合伙人提供保护伞，更意图从中中饱私囊，这使得美联储主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）—这位说话如同特尔斐神谕般的人—不得不面对种种冷嘲热讽。

这是一个混乱的局面，我猜我的表情已经反映出来了。

“怎么了？”鲁宾问道。

“我只是担心。”我说。

我们有太多的事要去担心了。国会领导人曾答应克林顿总统，会支持他的贷款请求，但是现实却与他们所说的大相径庭，我们不得不设计一套备选方案，旨在当贷款请求得不到国会的支持时，去帮助墨西哥，但看起来似乎国会将否决我们的提案。而且，就算我们成功得到了资金去救助墨西哥，也没人能够确保我们最后能把钱拿回来。这不仅仅是对克林顿和鲁宾的政治灾难，更会让美国应对未来危机的能力受到严重损害。

这也正是鲁宾所担心的。他总是让我们预先想5步，不停地对我们

的设想提出问题，还要去想象最糟糕的情形会是怎样。

“担心，这对你是件好事。”他对我说。

在接下来的几年里，我一次又一次地提醒自己是否保持着忧心忡忡的状态，是否已经殚精竭虑。专注不是一种策略，但它是制定出好策略的首要条件。

墨西哥这个近20年来首个被邀请加入经济合作与发展组织（OECD）的国家，现在已经被当作新兴市场的模板，一个国外资本快速增长的投资目的地。但是随着国家的繁荣，墨西哥政府变得越来越依赖短期借贷，但这种贷款很容易因信心动摇而逃走，此外，墨西哥还让比索钉住美元，当人们丧失信心的时候，这就变成了危机的导火索。

果然，1994年年初，墨西哥叛乱分子暗杀了领先的总统候选人后，投资者和债券持有人以及其他的债权人开始担心这个国家是否那么可靠，他们担心自己的钱不再像曾经认为的那样安全。可以逃跑的钱都逃跑了，人们对比索的信心消失殆尽。政府曾尝试买入比索去支撑其价格，从而达到止跌的目的，但那不过是继续榨干政府的美元储备，并且还加剧了人们对政府债务危机的恐慌，尤其是对那一堆堆与美元挂钩的短期国债偿还能力的恐慌。在耶鲁大学接受教育的经济学家埃内斯托·塞迪略（Ernesto Zedillo）在12月当选总统后，最终选择面对现实，放弃了难以维持的固定汇率，然而比索早已跌入深渊，人们早已对这个国家丧失了信心。

到1994年年底，墨西哥已经彻底失去了对国家金融的控制，政府只有60亿美元储备和在未来一年即将到期的价值30亿美元的国债，而市场不再给予这个国家资信可靠的评级，所以它也不能再募集资金来偿还债务。我记得财政部部长助理杰夫·沙菲尔（Jeff Shafer）后来突然说他想通了墨西哥的问题出在哪里：典型的流动性风险！换句话说，这就是国家版的《美好人生》里乔治·贝里（George Bailey）的银行。墨西哥只有一些适度的长期债务负担，还有稳定的税收，所以，从理论上说，它迟早有一天能够还清所欠下的债务，因为它并没有根本上的债务偿还能力问题，这绝不是一件该绝望的事情。但是，它却直接存在着流动性问题。没有现钱在手头，它不可能立即履行偿还债务的义务，就好像乔治一样，这个国家需要马上得到现金的资助。

债务违约也许会成为9 000万墨西哥人的噩梦，这会是恶性膨胀和大规模失业的前奏，当然它也会对美国造成影响：墨西哥是美国第三大贸易伙伴，而且美联储也曾估算过，这场混乱的危机会危及美国成千上万的就业机会，使美国经济增长减少整整一个百分点，同时还会增加30%的非法移民。我们同样担心投资者受到墨西哥的影响而放弃其他有着相似缺陷的新兴市场。这种龙舌兰效应已经波及巴西和阿根廷，让它们的市场和墨西哥一同走入低谷。最后，我们知道，如果墨西哥在《北美自由贸易协定》（NAFTA）中放宽其对外国资本限制后的一年，便遭到毁灭性打击，那么，那些贸易保护主义者就可以宣告他们获得了胜利，这最终会导致国会通过贸易限制条件，从而使得发展中国家被世界隔离开来。

拉瑞意识到，对墨西哥限额只有26亿美元的国际货币基金组织常规贷款远远不足以阻止这场悲剧的继续发生，必须依靠美国的援助来填补这巨大的资金缺口。于是他建议把科林·鲍威尔（Colin Powell）关于美国军事干预的原则—只在美国的利益受到动摇并且有明确的退出策略时动用压倒性的力量—用于美国的经济干预。在早前的一次讨论各自方案的会议上，格林斯潘提出200亿美元是刚好能解决国债问题和拯救市场的临界点，由此我们最终决定投放两倍的量。但美联储主席是个支持企业自由竞争的共和党人，他不想干预市场，并认为援助墨西哥（以及其债权持有者）反而会鼓励墨西哥在未来继续冒类似的不负责任的风险。但是我们都承认潜在的道德风险成本远比不上实际的损失。这就像格林斯潘所说的，“这是没有选择的选择。”

我们把这个方案叫作“墨西哥一号”，随着国会政治情况恶化，我们还需要一个“墨西哥二号”。当我们把目光转向财政部授权用于减小汇率波动和促进金融稳定的汇率稳定基金时，我发现这笔资金从来没有被如此大规模地使用过，这使我认为，我们动用如此大规模的外汇储备是非常鲁莽的。不过，在华盛顿负责美联储国际事务的泰德·杜鲁门（Ted Truman）提出一个能够让联储帮助我们提供200亿美元的贷款给墨西哥并且仍能保有一定资金用于应急的方法。这不是我们向国会所提的400亿美元，但这是我们在没有法律保障时唯一能实施的方法，而国际货币基金组织的负责人米歇尔·康德苏（Michel Camdessus）承诺向我们提供有史以来该组织提供的最大一笔资金—180亿美元，这使得我们已经非常接近拉瑞·鲍威尔（Larry Powell）主义的目标了。

然而，我们的欧洲盟友，尤其是德国对国际货币基金组织做出的承诺感到非常愤怒，一方面是出于它们对道德风险的恐惧，另一方面则是因为它们认为IMF做出承诺时没有进行充分的咨询。而国会议员也对我们再次使用欧洲社会基金（ESF）感到愤怒，部分是因为他们实质上在担忧我们冒险把纳税人的钱用于拯救华尔街的投机者以及美国鲁莽的邻居，另一部分则是因为我们刚通过了自马歇尔计划以来美国历史上最大的援助项目。而与此同时，我们仍然在与墨西哥政府谈判，所以“墨西哥二号”方案没有实施。

我们认为需要提供援助的协议必须包括一些苛刻的条件，包括让政府做出可靠的承诺使得国家的经济得到控制，并且将利息提高以减少私人资本向外流失。最后，除非政府领导能证明他们的国家是值得投资者信任的，否则我们的援助将无法发挥作用，就像拉瑞喜欢说的一样，“我们不能指望改变的比他们曾经做的更多”。但我们也不想让惩罚性的强加条件使墨西哥经济受挫，从而进一步丧失信心，或者使得墨西哥政府为了证明他们不是无可奈何才乞求美国施以援手而抵制我们的援助。

我们的处境就像在走钢丝，投资者由于不确定政府改革的态度，并且受到美国政治反对党的影响，从而怀疑我们是否能走过这危机重重的钢丝线。美国国会领导者则尽可能阻止我们使用欧洲社会基金，或者至少把我们的注意力转向从墨西哥劳工标准到佛罗里达番茄出口等事务的限制上。在美国国内，即使在我们于二月下旬签署了协议后，鲁宾仍然扮演着魔鬼代言人的角色：让我们去说服他，我们没有把纳税人的钱花在没用的地方。从财政部大楼里传出来的新消息，给重新考虑贷款问题的谣言火上浇油，这让整个市场继续动荡。

鲁宾喜欢说，“这世上没有什么事是一定会发生的”，我们每个人都没有成功的绝对信心。那些如恰帕斯出现叛军以及比索价值下跌的种种突如其来的坏消息，都加剧着我们对计划失败的恐惧。但是，我们依旧在进行着我们的援助计划。墨西哥总统塞迪略和他的技术团队信守提高利率的承诺，并同时增税和削减预算，这有助于说服投资者相信政府正致力于引导墨西哥的经济恢复到正轨。在数月的不断衰退之后，市场终于开始趋于平稳。

到了1995年年底，资金开始慢慢回流。到1997年，墨西哥的经济产出终于回到了危机前的水平，其政府也终于提前连本带息偿还了包括美国纳税人140亿美元在内的所有贷款。随着墨西哥情况的稳定，南

美、亚洲和东欧这些受到墨西哥及类似地方影响的市场都逐步得到了恢复。援助计划成功了！尽管到那个时候，墨西哥不再是新闻的焦点，美国对它的成功援助，抑或是我们收回了投资顺带还获得了一些利息的事实，也不再能获得足够的关注，但这都不能否认克林顿和鲁宾这两位援助计划最初决定者发挥的居功至伟的作用，这是任何政治打击都不能抹杀的。

墨西哥金融危机给糟糕的政治危机应对上了醍醐灌顶的一课，我之前从来没有做过如此有争议的事情，看到鲁宾和格林斯潘在其公信力接近最高点的时候却因为要去进行一场赌博式冒险而遭到谩骂是非常难受的，这就是他们最吸引我的地方。国会领导者与克林顿总统的对比给了我很大的启发，尽管克林顿总统一直觉得这可能会危及他的连任，但他从来没有动摇过进行援助的想法，反观国会领导者，他们在公众反对的时候就放弃支持我们了。事实上，参议院金融委员会主席艾尔·达马托（Al D’Amato），另一位来自纽约的共和党人，他也曾敦促我们丢掉墨西哥这个包袱，以免我们受到猛烈的抨击。这种国会里的投机主义使得对墨西哥信心的恢复变得更加困难，因为他们损害的，是我们信守自己承诺的信心。

事实上，当危机一结束，参议员达马托就在国会推行了一项法案，暂时性地限制我们动用外汇稳定基金以应对未来的危机，即便我们知道未来会有危机出现。全球化释放了金额巨大的“热钱”，这些钱可以在瞬间跨国流转。同时，人类几个世纪来逐利心态助长金融泡沫和危机的事实并未改变。

我们不认为国际社会已经做好了准备去引导这些新兴但又危险的国际流资。我在财政部和美联储的一些同事相信，国际货币基金组织需要准备更多的资金来应对墨西哥危机的进一步发酵，另外还需要足够的能力确保资金能快速有效地运行。当一些国家面对危机时，我们必须做的是提供充足的资金使之渡过难关，同时在困难时刻重树市场信心。

但是，即便美国是国际货币基金组织最重要的成员，美国也不能控制全部资源。国际货币基金组织由美国设立，坐落于华盛顿，但是美国的出资只占全部基金25%的份额。正如康德苏发现的：美国可以阻碍一些事，却不能做成一些事，除非美国能说服其他参与国。甚至在墨西哥危机解决前，美国就着手尝试组建一个更有效的国际组织应对将来可能发生的金融危机。

我们的部分工作是推广预防危机的良药，帮助一些国家避免成为下一个墨西哥。我们认为最好的做法是协调各方以国际公报的方式达成共识，鼓励各国避免过度持有他国短期债务使本国汇率稳定，保证各国银行在面对突发性损失时拥有充足的资金作为缓冲。不过这些措施完全出于自愿。我们不能强迫主权国家遵照这些建议，所以我们的主意在那时也没起多大作用。

在为预防危机做出努力的同时，我们也努力增加当出现下一个墨西哥时的应对措施。我提出筹措一项新的价值500亿美元的国际货币基金组织储备基金，这在当时可是天文数字了。我们希望在未来的危机中，世界将不再完全依赖作为主要资金来源的美国，尤其是如今达马托限制法规束缚了我们提供双边借贷的能力。我们也提出了一项有趣的有关新基金的计划：不仅由传统的发达国家集团出资建立，新兴市场国家也将参与筹集资金和管理。这也部分反映了国际实力的再平衡：亚洲和南美经济体应当在由发达国家建立的国际货币基金组织中拥有更具影响力的一席之地；但是这将部分稀释保守的欧洲国家的权力—我们不希望他们偶尔的本位主义和原教旨主义的道德风险使得未来的危机应对失效。

我经常与来自美联储的泰德·杜鲁门一起遍访全球推动这项措施，一起协商难以理解的细节。我喜欢这种有关实质内容和外交的挑战—长时间待在不能开窗的机舱和没有窗户的房间。甚至有时候一个晚上就在大西洋上飞了个来回。我还曾5天访问了5个亚洲国家。我和新一届的财长、央行行长们建立起了联系，这让人着迷甚至令人激动。

许多外国官员开始怀疑我们建立这一新的危机基金的用意，认为我们想要通过这种方式利用他们的钱实现自己的利益。一些欧洲的同僚称我为“微笑的霸主”。我的确想要把美国的影响力最大化，这没错。我曾问杜鲁门和另一位美联储经济学家卢·亚历山大（Lew Alexander），我们是否能构建这个基金使得美国拥有强制推动或者一票否决这样的权力。他们大笑着说他们认为25%的资金份额不能给予我们这些权力。但我们最终拥有了否决权。参与国也最终认识到这一基金是有利于每个人的。

1997年，我们有了协议框架。但是在国会签署这项应对下次危机的新武器时，新的危机已经来了。

***

泰国忽视国际货币基金组织发出的警告：固定汇率和短期外汇贷款的危险。这么做的还有许多的亚洲新兴国家。这些问题在他们的经济停止高速增长时显现，而且事态严重。

整个20世纪90年代，泰国的银行享受着便捷获得美元和日元的优惠，并利用这些资金创造出了投资繁荣，主要是在房地产领域。但是大量的投资并没产生回报。当泡沫在1997年破裂，银行超额拥有不良长期贷款，债权人削减了短期美元和日元贷款，市场对泰铢信心崩溃。泰国领导人不是自我调整，而是走墨西哥的老路，消耗外汇储备维持一个不可能维持的对美元钉住汇率，指望着风暴将会过去。但是没有成功。1997年7月，他们只能放弃—泰铢贬值，危机爆发。泰国不像墨西哥那样和美国有着密切的联系，但我们还是知道泰国的危机可能会拖累亚洲其他经济体。而亚洲是世界经济极其重要的组成部分。

泰国比墨西哥更缺乏应对金融冲击的准备，后者以前对于危机可谓是久经沙场，并且吸收了一大批金融人才为政府服务。我记得在危机早期，我在泰国我父母住的房子里致电一位泰国财政部的高级官员，问他究竟发生了什么。似乎他知道的不多，而且也不愿意告诉我他所知道的。泰国人太过沉默寡言，让人很难知道他们在想什么，我们也不能真正了解他们的国家。我的同事们有时认为我对那里应该有所感受，因为我在那里度过了高中时光。拉瑞取笑我是“亚洲先生”。但是我在泰国的时光可能除了让我感受到危机的来临之外，并不能带来更多的领悟，除此之外也没有更多能帮助泰国人的知识了。

美国财政部的主张也是国际货币基金组织的主张：复制美国在墨西哥所做的工作。美国希望把一大笔钱“放进橱窗里”，这是一笔足以匹敌负债的金额。我们将要以相当高昂的利率代价快速贷到足够额度的资金来度过这次危机。附加设计好应对各种情况的计划防止泰国重蹈覆辙，实现重塑这个国家投资者信心的目标。

但是泰国危机和墨西哥危机不太一样，美国没有取得金融的领导权，所以我们不是胸有成竹。参议员达马托设置的外汇稳定基金的限制法规阻断了我们本可以得到的所需要的长期借款。这使得国际货币基金组织成为唯一的大额融资来源。8月，在东京召开的金融官员会议上，在日本宣布向泰国融资40亿美元后，我不得不解释美国为什么不直接参与行动，即使美国的金融规模大于日本。“成为超级大国感觉怎么样？”我这样问日本同僚。这种情形让我—我想也会让美国政府—很不舒

服。

尽管董事会阻力重重，国际货币基金组织还是承诺了大约40亿美元，加上其他承诺组成了价值130亿美元的贷款。不过这一揽子计划似乎没有对待墨西哥时那么慷慨。其他亚洲国家被触怒，而日本也借机察觉到了美国显著的弱点，顺势提出了组建亚洲货币基金取代国际货币基金组织在亚洲的角色。我们认为这对世界甚至对亚洲来说不是个好点子：因为区域性的基金面对区域性危机更为敏感，更易于被击溃。我警告鲍勃和拉瑞，在亚洲，美国正经受巨大的信用危机。即便在这个大陆上美国有10万名士兵，美国的影响力仍在衰退。

我们冒着使问题严重化的危险与透明度问题斗争。泰国人公开宣称他们还有价值200亿美元的外汇储备，但是我们知道这个数字几近于零。泰国央行在远期市场出售持有的美元来掩盖问题的严重性。主席格林斯潘先生强烈地意识到，在国际货币基金组织的帮助下，泰国应当坦白实情。鲍勃和拉瑞表示赞同，而我存有疑虑。我认为和盘托出会粉碎信心并加剧事态的严重性。

但是我错了。允许泰国政府隐瞒信息可能有助于避免短期的阵痛，但是如果国际货币基金组织说出真相，这可能会极大摧毁它们的信用。在金融风险中，不确定性是信心的敌人。各个市场不再信任泰国，可靠信息的缺乏会让投资者设想到最坏的结果。然而，当时我所害怕的事似乎成了现实：美国搞砸了一项并不出资的干预措施。国际货币基金组织8月底宣布提供贷款，泰国缺少外汇储备的信息公开后，泰铢继续一路下跌，资金持续抽逃。

到了秋天，我被委任协助财政部长处理国际事务，这是我10年来作为公务人员第一次被政治任命。在拉瑞的建议下，我从共和党人变为无党派人士，因此能更轻易地进入白宫议事，虽然我曾两次给克林顿总统投票。忙于亚洲事务的我无暇体味这一任命。鲁宾在中国香港的一家酒店里主持我的就任宣誓仪式。那时有太多令人兴奋的事情，但印象最深的却是不断袭来的恐惧感。危机蔓延到了同样实行固定汇率的印度尼西亚、马来西亚和韩国。巴西、阿根廷、墨西哥的市场也出现了和亚洲市场相似的情况：投资者赶在危机蔓延之前出逃。虽然美国一直保持着强有力的增长趋势，工资不断在上调，而且联邦预算也是几十年来破天荒地有了盈余，但是在10月末，亚洲金融危机席卷美国，使得道琼斯指数突然下跌了7个百分点，纽约证券交易所不得不中止交易。

我从优秀的同事那里受益颇多—比如鲁宾和格林斯潘，他们在那些日子里被传颂为美国经济繁荣背后的魔术师；拉瑞是美国重要的国际经济战略家，现在是副部长；戴维·利普顿（David　Lipton）是前任国际货币基金组织的经济学家，而且也是有经验的“乡村医生”，曾经做过拉瑞的副秘书长；曾和我一起环游亚洲的杜鲁门曾是美联储经验丰富的危机斗士。克林顿总统支持我们的战略，这让我们没有感受到政治的羁绊。如果有什么不一样的话，那就是我们执着地为我们不受欢迎的工作而自豪。我们仅仅专注于在一堆糟糕的选择中找到最好的选择。在一次次的会议中，掺杂着争论、争吵和思维的碰撞，但这还没有到尽头。我戏称之为“群交”（clusterfucks），而这也成为财政部标准的行话。这时，拉瑞即将宣布我们在泰国需要一次“群交”。

我们一直按着自己的方式前行，跟着感觉走，虽然无奈地意识到我们掌握的不充分信息和手头工具的限制，但我们还是精练并讨论着我们的策略。在危机背后我们也试图采取着一些措施。我们一直急于赶上，我们希望争取到的每一个平静的时刻都能够成为终结一系列相互联系的问题的转折点。但是这些希望总是遥不可及。

印度尼西亚是下一个倒下的多米诺骨牌

货币崩溃，银行透支，其腐败政府（由年迈的独裁者苏哈托领导）也无招架之力。到了11月初，苏哈托勉强签署了一项230亿美元的国际货币基金组织贷款协议。但不清楚的是，他是否会致力于这个项目或者说他的政府能否重拾信心。在国际货币基金组织理事会批准贷款的那一天，杜鲁门和我在雅加达会见了印度尼西亚的高级经济官员。财政部长进入会议室，询问中央银行行长利率出现了什么情况。中央银行行长兴奋地说利率上升了。财政部长回应道：“我以为你会告诉我这一项目会使利率下降！”

杜鲁门和我对视了一下说：这不会起作用的。

印度尼西亚人的执行力有问题，但是国际货币基金组织也犯了错误。最具破坏性的结果可能会迫使苏哈托关闭陷入困境的银行—包括他儿子所拥有的那家—这些银行实施了一种作用非常有限的存款保险制度。而其他银行系统之所以发生存款挤兑，是因为存款者担心这些倒闭的银行只是许多即将倒闭的银行中的第一批，存款者理所当然地认为既

然他们的钱由受照顾的内线人员管理都不安全，那么任何地方都不安全。而苏哈托的儿子在几周之后轻易地购买了一家新银行，向其转移了许多相同的资产，将其建在相同的位置，并取了个新名字—这向潜在投资者发出了一个惊人的信号，改革浪潮还没有波及印度尼西亚。

在任何金融援助下，许多最艰难的决定围绕着情况的变化制定相应的政策：哪一种药可以有效，合适的剂量是多少，什么情况下会导致病人死亡。比如，在泰国，国际货币基金组织需要利率大幅度地增加，试图阻止货币贬值和资本外流，以及一些温和的预算削减来粉饰银行系统的修复费用。对于像泰国一样经济陷入混乱的国家，关键是制定出使投资者确信国家是有信誉的政策，而不仅仅是在浪费基金组织的财政援助，这是国际货币基金组织处理的标准。但是泰国的财政赤字已经很低了，像增加税收和削减开支这类无奈的措施将会在低迷期进一步导致经济衰减。在新数据揭露经济处于衰退中之后，国际货币基金组织后来在泰国的财政紧缩上改变方针，而这只是对于此计划的诸多修订中的第一步。

国际货币基金组织向印度尼西亚强加了更加全面的条件—不仅是传统的财政紧缩和利率上调条件，还有经济特权（苏哈托曾经同意支持上层集团）的全面废除。我们没有制定出这样的条件—这些条件大部分出自国际货币基金组织、世界银行和印度尼西亚政府的改革者之手—但是我们对他们表示同情。这很难证明数十亿美元冒着风险来维持腐败现状是合理的，而且我们认为只要苏哈托和他的核心集团控制着主要产业，外国人就不愿意在印度尼西亚投资。

但是这些条件太过分了。目前还不清楚为何打破对腰果和丁香的垄断对于恢复信心是至关重要的。腐败不是危机的根源，而且在危机肆虐的时候，我们也不能合理地消除腐败。在内部讨论期间，我们表达了对于条件范围的担忧。我开玩笑说，利普顿正在担任麦克阿瑟的角色，试图重塑印度尼西亚的经济。但我没有提出一个可靠的选择方案，我的担忧不仅仅是一个策略。

在任何情况下，这个计划都是一团糟。卢比在几个月内贬值了80%，苏哈托一再承诺改革，但他没有实施的意愿，也可能是没有能力实施。危机打破了印度尼西亚几十年来推行的政治体制，而且国际货币基金组织的钱也不能修复这场浩劫造成的伤害。

危机蔓延到了韩国。韩国是一支具有重要意义的经济力量，也是一个至关重要的地缘政治盟友。我们担心，如果韩国被殃及，投资者会认为没有一个新兴市场是安全的。我们甚至不愿去想象朝鲜可能会试图利用民主邻国的垮台去做一些事。

像其他的亚洲小虎一样，韩国经济的持续增长令人印象深刻。就像墨西哥，韩国最近加入了经济合作与发展组织。但是其银行已经借贷了大量的短期外汇贷款，同时在韩国发放了大量的长期贷款以赢得财阀（庞大的国家补贴的集团）的支持。如今，财阀陷入困境，银行面临挤兑，而政府耗尽外汇储备来支撑韩元。当杜鲁门和我11月中旬再次抵达首尔时，韩国的总统已经更换了仅仅为了寻求国际货币基金组织帮助的财政部部长，表示拒绝接受援助。如同我们在泰国和印度尼西亚见过的拒人于千里之外的情景。而韩国央行行长再次告诉我们情况比看上去更糟糕；几乎所有的国家外汇储备都已经耗尽了。我问他为什么新的财政部长同意接受这份工作。

“因为他还没有看过账簿。”韩国央行行长告诉我们。

数天之后，韩国同意寻求国际货币基金组织的援助。

这次，我们决定向橱窗投入足够的货币防止挤兑。在危机蔓延到全世界之前，我们想掐灭其于萌芽状态；我记得和鲁宾说过，我们对韩国不能轻易地袖手旁观，隔岸观火。他对于势在必行的说法或者上诉的必要性没有很好地做出回应。他说，如果我们没有想出一个成功概率较大的计划，那么袖手旁观，或让韩国遭受危机是完全合适的反应。他喜欢提醒我们，虽然有一个问题存在，但并不意味着就有一个解决方案。但是，同样的，我喜欢指出没有完美的解决方案并不意味着没有问题。韩国的经济比泰国和印度尼西亚的联合体还强大。这个赌注越来越高。债权人上门向韩国银行讨债，那些在银行有大量储蓄的韩国企业和个人会随时匆忙地取走存款。

我对鲁宾说，“一切皆有可能。”

随着危机的持续升级，达马托的限制期满，我们在对韩国发出的国际性回应中发挥了更直接的作用。我们帮助国际货币基金组织提出了一个史无前例的550亿美元的援助计划，其中包括来自美国财政部和其他国家的“第二道防线”的200亿美元，以防国际货币基金组织的份额被完

全耗尽。墨西哥那时还是未知领域，已经收到了大约7倍的国际货币基金组织的配额。韩国获得了19倍的配额。这是拉瑞的启示。基本上，他在游戏的中途改变了游戏规则，说服国际货币基金组织更多更快地借出资金。在亚洲金融危机的最初几个月，美国偏向借助于国际货币基金组织的力量，并没有投入自己的资源和精力，而在韩国，拉瑞却把鲍威尔主义贯彻到实际行动中。

但即使是在我们看来具有压倒性力量的承诺也不能停止挤兑。市场不相信这个承诺是可信的，或者足以覆盖所有韩国银行所隐藏的不良债务。国际货币基金组织的首付款很快外流，因为韩国银行的外国债权人匆忙退出。韩元在3周内贬值40%，而政府实质上是耗尽了外汇。我们开始怀疑能否拯救韩国；我们似乎没有更好的选择。在一次深夜召开的电话会议中，拖着沮丧和精疲力竭的身体，我建议可以简单地通过加速支付下一笔国际货币基金组织贷款的办法来争取时间。拉瑞嘲笑我提出了一个越南战争的策略，这将会是一个失败的处方。

他说，“逐步加码升级是行不通的。”

韩国危机挑战中的一部分是集体行动的问题。债权人拒绝向他们认为有违约风险的韩国银行重新发放短期贷款。当这些贷款到期时债权人就要求偿还，这增大了违约的可能性。因为韩国政府拥有大量的资源，而且它的经济是很有成效的。如果债权人都可以持续为韩国银行融资，就会避免更混乱的局面，这对债权人来说是最好的结果。但是他们都担心，如果他们不取走自己的钱，其他债权人就会取钱，因此他们就想比另一个人更快地取走钱。这是在危机中常见的动态过程，个体理性的决定会产生灾难性的集体性结果。如果要让更大范围的计划有奏效的机会，我们不得不去打破这个循环。

为了解决这个问题的关键部分，杜鲁门和我想出了一个相当简单的办法。我们提议劝说韩国的主要私人债权人—一批美国、日本和欧洲的金融机构—延长其给韩国各银行贷款的到期日。虽然我们不能强迫这些债权人同意，但是我们认为可以使他们确信这一点：自愿“放水”将符合双方的利益，如若不然，我们可以确信结局会是政府违约，这将给他们带来严重的损失。在一系列电话会议中，我们召集了主要跨国银行的首席执行官和各国的财长，他们听到了同样的消息：如果同意把短期贷款转变为长期贷款，那我们就会加快促使国际货币基金组织的款项进入韩国，这样他们都能有机会把贷款全部收回。但是，如果大家不肯团结一

致稳定局面，那我们不能肯定国际货币基金组织会继续放贷给韩国，最终他们都将面临更大的损失。

一开始，各银行都有些震惊，但是鲁宾给出了令人信服的解释，然后银行家们凑到一起，同意先暂时停止收款，并扩大了债务再融资范围。恐慌逐渐消退。韩国新任总统金大中先生是一个毕生的民主活动家，他明确表示并且承诺：要像塞迪略总统在墨西哥的所作所为一样，不惜任何代价恢复韩国的市场信心。第二年，韩国的经济严重萎缩，不过，1999年韩国经济以惊人的11%的增长率再度发展起来。

泰国扭转衰退局势所花费的时间更长，但在新首相做出真正的改革承诺后，泰国的经济也开始反弹。印度尼西亚的情况更加艰难，1998年其国内生产总值下降了13%，这是自大萧条以来衰退最严重的情况之一。那时印度尼西亚曾因恶性通货膨胀引发暴动，而且曾对华裔商人进行人身攻击，并指责他们造成了印度尼西亚的困苦。苏哈托被迫辞职，他曾执政30年，但这不仅没有结束印度尼西亚与国际货币基金组织之间的“战役”，还催生了新的不确定性。印度尼西亚的贷款不得不重新谈判23次。不过，最终经济开始缓慢恢复。印度尼西亚政府已经有过几次和平民主过渡的历程，并正经历着长期健康的增长。

国际货币基金组织尽管不是很完善，但却是一个重要的机构，它被设计成尽可能独立于成员国的政治活动。虽然我们没有操纵它，但是从一些言论中可以看出，我们非常关心它平息全球危机的能力。因此，即使是处于“金融救火”期间，我也倾向于反对日本建立亚洲货币基金组织的提议。考虑到中国和其他亚洲国家对越来越独断专行的日本的矛盾心理，这不是外交的艰难壮举。我们认为区域性的基金组织将使亚洲经济恶化，因为区域外的国家将没有动机去应对亚洲大陆未来的危机，而且区域政治对贷款条件的影响会使得亚洲基金组织的项目在投资者的眼中不那么可信。当然，我们不希望美国被排除在未来危机的应对行动之外，而且也没有很多亚洲国家仍视美国的安全存在为区域稳定的重要组成部分。

我们认为这些都是非常有力的佐证。但最终，日本疲软的经济宣判了亚洲基金计划的死刑，迫使其财政部官员撤回提案。这是日本的耻辱。我们并不乐见日本经济的困局，这会降低亚洲经济的增长率并加剧金融危机，最终将会损害美国和全球经济利益。但是我们很高兴保护了国际货币基金组织的角色，使其成为最后的唯一的国际贷款人。

当我在克林顿政府的最后时期离开财政部时，我的同事们曾半开玩笑地为我推荐下一份工作：例如，鲁宾建议我去做拉瑞的传记作者。格林斯潘提议让我做“亚洲货币基金组织副总经理第一助理”，他以这种诙谐的方式庆祝这一组织的不存在。

1998年春天是危机的一个短暂平息时期。靠着肾上腺素维持了将近一年后，我得了偏头痛；我开始参加铁人三项运动，用以弥补突然减轻的压力。但是，金融危机的节奏往往不可预知。亚洲金融危机逐渐蔓延到亚洲以外地区。到了夏天，俄罗斯、乌克兰、巴西和土耳其也都出现了违约风险。

俄罗斯处于水深火热之中，其领导人威胁将不偿还国际货币基金组织和其他债权人的贷款。我几乎没有参与早期支持俄罗斯改革的行动，但是鲁宾还是问我对于拉瑞和戴维·利普顿正和国际货币基金组织讨论的、作为防止违约的最后努力的救援计划有什么想法。对于干预政策，我往往属于团队里比较积极的一派—在条件方面我总是持宽容态度—但是我认为花钱填无底洞的行为非常疯狂。那时，俄罗斯在金融和政治方面看起来似乎没什么希望了。鲁宾也同意这一点。就像美国曾鼓励俄罗斯向市场经济过渡一样艰难，就像我们担心一个拥有核武器的国家会不稳定一样，违约似乎在所难免，对俄罗斯额外的贷款感觉就像资金和信誉的浪费。

但是，当世界金融市场处于脆弱之时，违约会极具破坏性并会产生无法预料的影响。来自俄罗斯的违约冲击会促使投资者撤出风险资金，引发世界各地的金融证券价格下跌。而这些变化的动能进一步把过度杠杆化的美国对冲基金长期资本管理公司（Long-Term Capital Management，LTCM）带到了破产的边缘，还加重了其华尔街债权人及其他有相似风险的机构对更严重损失的担忧。比尔·麦克唐纳（Bill McDonough）是纽约联邦储备银行的负责人，他曾经帮助安排了一个私营部门的解决方案，该方案甚至比我们在韩国曾做过的方案还简洁。华尔街各主要机构—值得注意的是，其中有投资银行贝尔斯登（Bear Stearns）—同意现金注入长期资本管理公司，直至它的交易可以安全结束。当10年后一次更严重的危机袭击美国时，我们还将重新审视长期资本管理公司的解决方案。

一个由两位诺贝尔经济学奖获得者设计的关于风险管理战略的大型对冲基金的崩溃，显示了万物互联的信息时代金融存在的危害。秋天，

我们得到了另一个警示，那时，俄罗斯危机的余波把巴西也卷了进来。最初的方案收尾以后，我们帮助国际货币基金组织搭建了另一个巨大的资金墙。一旦最初尝试的钉住美元制被舍弃，来自巴西的一流经济领袖在几个月内就能把情形扭转。

1999年，全球金融系统已经足够平静，《时代周刊》特别把鲁宾、萨默斯和格林斯潘放在封面作为“世界拯救委员会”的代表。我现在负责国际事务，这是拉瑞以前在财政部的工作，而且我是杂志中 “世界拯救委员会”的一员。这是对我们工作的认可，但它也有些言过其实。我们也曾犯过很多错误。我们的干预并不总是创造奇迹。甚至是在墨西哥、韩国和巴西这些显而易见的成功案例中，也遭受了毁灭性的经济紧缩，因为信贷泡沫破裂后的去杠杆化过程始终是痛苦的。而且我知道必胜主义基调会冒犯世界各地的同事。我们帮助部署到危机国家的资金是至关重要的，但钱不能弥补政治意愿的缺乏。我们在华盛顿所做的选择是重要的，但是只有当我们和危机国家称职、可信的领导人共同处理事务时，这些选择才能运转。巴西央行行长阿米尼奥·菲拉加（Arminio Fraga）也拥有美国国籍，他是如此令人印象深刻，我后来还把他作为美联储主席候选人推荐给奥巴马总统。

就像“世界拯救委员会”一文所指出的，“惊人、强劲的美国经济”正使得我们看起来更加精明。尽管我与美国国内的成功毫无关系，但我感受得到国内的经济实力如何提高了美国在国外的影响力。当其他国家认为美国把自己的经济管理得很好时，他们就更倾向于听从我们。

但我对那个时代的主要印象可以概括为两个字“可怕”，我们如此无知，曾经试图找寻理由来找回对这个市场所失去的信心。尽管我们的干预措施有效，但经济依然还是受到了严重的创伤。现在想起仍然心有余悸，市场呈现出一边倒的趋势，一切防备都显得手足无措，一个不经意的举动就会引起恐慌，而且不分青红皂白地蔓延开来，政客们做了多少迫于无奈的决定。我所认知到关于金融危机的最重要的事情是：它们是可怕的。

亚洲恐慌究竟是什么原因引起的呢？欧洲的一些合作伙伴和本土保守派批评家认为，我们所做的只是徒增道德风险而已。在他们看来，我们是贼喊抓贼。通过援助墨西哥，我们向外界释放了一个不好的信号，使当局领导和债权人相信如果情况变坏我们会再次出手相助。站在道德风险的角度，这就是为什么政府持续高风险的投机，而债权人还会义无

反顾地出资。

这是一个由政府主导的故事，显然这不是一个能站得住脚的理由。纵观历史，金融危机总是造成巨大的经济和政治问题。尽管新兴市场危机使墨西哥、泰国、印度尼西亚和韩国的领导人引咎辞职，但他们还是把这个烂摊子扔给了继承者们。但外资银行或境外投资者有什么理由来给脆弱的政府或银行提供融资，难道是因为它们相信国际货币基金组织总会保护它们免受损失？在墨西哥之前，国际货币基金组织对那些困难的国家只是提供了少量的资金援助，那些国家遭受的经济破坏也是影响深远的。即便是在墨西哥，在我们的救援开始生效之前，一般家庭和投资者也遭受了巨大的损失。这是一个让人警醒的故事，而不是让你去刻舟求剑。

如果没有国际货币基金组织的救助，投资者的损失将会更严重，即使这样，他们也对该组织毫无信心。在墨西哥危机之前，世界各地的许多银行已被国有化或者破产清算，在这过程中通常会把股东和债券持有人剔除出去。在墨西哥，风险已到了不可预测的地步，即使有国际货币基金组织的参与，人们仍然没有办法去评测风险。当俄罗斯濒临违约的边缘时，一些投资者购买其债券作为一种“道德风险赌博”，事实证明，他们当初所想的违约救助是错误的，并为此付出了昂贵的代价。

我认为也许因为看到了墨西哥的成功，投资者才对亚洲的发展更加自信，不是因为他们认为危机已经结束或他们认为自己会受到保护，而是因为我们之前已经论述过的一个原理可以缓解危机—经济衰退的程度和周期。但我们不得不用道德风险来解决金融危机，不得不承担一些额外的风险来保护投资者和机构。用杜鲁门的话来说，他们是有效应急措施的连带受益者。想要为在危机国家生活和工作的人们设计一项有效的救援措施，如果没有连带受益者是不太现实的。

但墨西哥的成功并没有促进亚洲的繁荣或提升投资者投资的意愿。在马尼拉的亚洲金融危机早期的一次会议中，当欧洲一些金融官员在争论用道德风险还是宽松的财政政策来应对危机时，斯坦·费舍尔（Stan Fischer，优秀的美国经济学家，同时也是国际货币基金组织的副总裁—以后我会把他推荐给奥巴马作为美联储主席的候选人）递给我一张纸条，上面写着性爱不是由安全套引起的。斯坦的观点是，国际货币基金组织的贷款程序不是金融危机的源头。显然不是因为有了消防员才会发生火灾。

我认为只有达成一系列的共识，才能解释这个核心问题，就是对于过去很长一段时间内的平静和稳定，预示了未来更多的平静和稳定的这种过分自信。更大胆地说，你可以称之为“狂热”。近年“亚洲四小虎”和其他新兴市场的崛起使得投资者更加确信过去的预言将会慢慢实现。在对抗亚洲金融危机的时候，我阅读了查尔斯·金德尔伯格（Charles Kindleberger）所著的经典的金融危机史《疯狂、恐慌和崩溃》（Manias， Panics， and Crashes），以及他对几个世纪以来危机复发的解释，我感觉这最贴近于我目前所观察到的情况。危机之前，亚洲的信贷余额3年间翻了一倍。经济的快速增长使投资者对未来的表现太过乐观，从而忽视了固定汇率的脆弱性，热钱的流入总是伴随突然的流出。美国经济学家海曼·明斯基（Hyman Minsky）曾说过，若干年后自会证明由于稳定催生了过度的自信，而这又是未来动荡的源泉。

自欺欺人是人类的天性，但这又并非不可避免地成了经济和金融危机的起因。当时，相似的外部环境促使美国互联网产生泡沫，投资者都被eBay（易贝）这样的成功者投资于Pet.com这样的失败者所深深吸引。但是巨大的泡沫并不是产生危机的主因，因为那些公司财务杠杆都还比较合理。当这些互联网股票下跌的时候，投资者遭遇了巨大的损失，但对实体经济来讲，仅仅是一次温和的下降而已。

热衷于额外的负债，过度的杠杆会导致严重的危机。当金融机构或政府过度举债时，往往会遭到债权人的质疑，从而催还债款。更危险的是他们以短期借款的方式投向过热的市场。经典的例子就是银行把活期存款储户的钱投向商业和房地产信贷。把短期的钱用于长期投资，这种类型的“期限错配”正是电影《美好人生》里乔治所陷入的困境，这就是为什么现今有存款保险制度来避免银行的挤兑。但是许多投向金融机构的短期贷款看起来就像无保险的储蓄，当没有信心时资金马上会撤出。当债权人要求还钱但金融机构因为把钱长期放贷而无法及时偿还时，立刻就会发生倒闭。如果只有一家银行发生这样的问题，那只是不幸。如果有大量的银行发生这样的问题，那就可称之为灾难了。

狂躁和高杠杆投资是造成亚洲银行系统灾难的助燃剂。过度的自信催生了泡沫，当泡沫破灭时又变成恐慌，就像当投资者认为某些类型的投资绝对安全时，突然发现没有一种投资是安全的。信贷市场、银行间市场、国际市场终止交易。他们的优势变为盲点，就像他们曾经无视自己的缺点一样。运营所需的钱越多， 在其他资金运行上就会出现更大的

压力。这就是金融危机传播的方式，也就是说，当你需要一个有效的危机预防部门时，你要有强有力的领导和现代设备。

我们最终成功地建立了国际货币基金组织的新危机预防基金，但这并不容易。几个月以来，我们不得不与国会共和党人协商，共和党人以美国贡献为由，向对外援助拨款法案附加完全无关的堕胎限制。我还帮助推动创建20国集团（Group of Twenty），作为一个扩大的国际金融合作论坛，包括促进新兴经济体如中国、印度和巴西与发达经济体的合作。在奥巴马政府时期，我们将更进一步促使20国集团成为解决全球经济问题的主要舞台。

我们在亚洲金融危机时期所有的辩论几乎都会在10年后全球金融危机里重演：严厉的爱与无条件的爱；《旧约》对纵火犯正义处罚与对无辜者的实用主义；透明与宽慰；紧缩与刺激；流动性与偿付力。对于每个国家，我们商讨金融危机发生多久之后才应该积极干预，如果危机继续恶化将会发生什么，我们想救的人是否能够信任，并履行他们的承诺。我们发现提供更少的资金反而成本更高，就像总统塞迪略所说，当市场反应过度时，政策也会反应过度。虽然没有人愿意不设置附加条款白白拿出钱提供救助，然而，太多的附加条款又可能阻碍救助。

对于应对危机，没有简单的公式可以套用。这比科学更具艺术感，相对黑与白，这属于灰色地带。它需要灵活性、创造力和谦卑之心，而非毫不动摇的原则。我喜欢套用拳击手兼哲学家迈克·泰森的话：每个人都有应对策略，直到他们被一记重拳击中面部。

我进入政府工作并非想成为一名改革斗士，我只是想做一些有意思的和重要的工作。我想要超越自己。在财政部我有权帮助制定政策，帮助国家发展，改善数以百万计人民的生活，对此我备感荣幸。当新兴市场危机结束时，我要把我的注意力转向一个不用拯救投资者或是激怒公众，并且极富挑战的方向，正是这种挑战当初吸引我进入公共服务领域。

当第二个千年临近，教皇约翰·保罗二世（Pope John Paul II）和其他宗教领袖呼吁富裕国家减免贫穷国家的债务，要知道贫穷国家有将近30亿人每天仅以不足2美元生活。这种周年纪念活动有一个强大的道德支持，在海外长大的我曾见证过。在全球范围内，有1/3的孩子营养不良，然而这些国家的领导人经常为了别墅、瑞士银行账户或战争而融

资，将这些孩子的未来作为抵押。在许多国家，支付的利息超过医疗和教育预算。1999年鲁宾下台之后，拉瑞成为新的财政部长，我认为他有经济方面和战略方面的理由帮助贫穷国家摆脱沉重的债务，以免伤害他们的人民，并造成他们所在的地区不稳定。所以我们提议大幅减少最贫穷国家在国际货币基金组织和世界银行的贷款，并且逐步取消他们对美国政府的所有欠款。我们也提出了一些创造性的条款，例如为了获得债务减免，一些政府不得不把省下来的利息用于支付人民医疗和其他公共服务。

豁免债务的举措花费昂贵，同时被认为会诱发道德危机，因此遭到来自美国财政部和其他国家一些财政部工作人员的强烈抵制。国际货币基金组织从来没有豁免债务；它从成员国筹集资金，保证他们的贷款将永远是高等级的，并能够全额偿还。世界银行也是如此。与此同时，一些欧洲国家的人认为救援只会鼓励发展中国家不负责任。

但是我们不认为富裕国家会向某些发展中国家腐败的独裁者提供资金和武器。有一次我遇到U2摇滚明星和债务减免活动家波诺，他描摹了道德风险原教旨主义者教导穷人的滑稽场景。我告诉他，听到一个苏格兰人讲话伴有德国口音很奇怪。波诺是爱尔兰人，但他显然原谅了我的失礼，当我离开财政部时，他对我下一份工作的建议是做他的乐队鼓手。

我处理了全球债务减免谈判的大部分。我也曾在国会做了很多有困难的政治谈判。由于婚外恋事件，克林顿总统刚刚被共和党人弹劾。共和党人已经举行了一次例行提高美国债务上限，试图让总统削减国内开支的行动，当部长鲁宾采取一系列创造性的金融措施用以避免政府违约的灾难时，他们也曾扬言要弹劾他。共和党人倾向于认为国际货币基金组织是美国资助的全球福利计划。许多自由民主党人对国际货币基金组织抱有敌意，他们将其视为实行放任自由的经济和以财政紧缩为名义的“结构性改革”工具。我雇用了莉迪亚·威廉姆斯（Lydia Williams）来帮助设计美国的战略和与左翼接触，她是一个优秀的乐施会活动家。但在弹劾的创伤后，国会山上的党派之争看上去实在太让人心烦意乱，以致无可救药了。

但令人难以置信的是，全球债务减免的起因促使福音派的共和党人和自由派的民主党人积极合作，他们要为那些有需要的人做点正确的事情。我们成功地与来自得州的迪克·阿梅（Dick Armey）等南方保守派，

以及来自马萨诸塞州的巴尼·弗兰克（Barney Frank）等东北自由主义者合作。2000年11月6日，在一场将造成持续一个月党派诉讼的大选前夜，我作为跨党派组织的一员，看着克林顿总统签署了一项赦免22个贫穷国家债务的法案。

“我相信这一行动将使得我们国家的人道主义基础更为坚实，并将持续很长一段时间。”他那天在白宫东厅的发言中说道。

这是很值得庆祝的一件事。在财政部的第一个12年里，我多次观察到政府的萎靡和行政的不完善，但我又仿佛获得了一种不太真实的感觉，就是关于政府公仆对于整个社会正面推动的观察。举例来说，这项债务赦免中有5 000万美元的政府捐款投入到谢莉尔·桑德伯格（Sheryl Sandberg，拉瑞的首席幕僚）和我支持的一个国际接种疫苗基金。这些都是公益事业，我们可以为无数未曾谋面的人做一些有意义的事。

我刚开始在财政部工作时还是一个公务员，但是现在我是民主党任命的官员了。因此，当布什总统就任时，我离开的时候到了。当我正在考虑接下来该怎么办的时候，美国对外关系委员会很慷慨地给了我一份和目前薪水差不多的工作。

我也尝试了一些金融公司，但我对这类职位提不起兴趣。一个离开财政部之后去了投资银行的朋友建议我说，如果要到金融行业工作，就去薪水给得最高的那家，因为薪水高低直接反映出公司是如何评价我的。这听起来是个很奇怪的求职建议。在找工作这方面我从来没有考虑过薪水的问题，并且我也从来没有为了追逐金钱而放弃我的理想。即使作为公务员，我们一家也过得很舒服，因为我的工资高过大部分美国人。卡罗尔从没要求我挣大钱，她只是希望我能多陪在她身边。

最后，我又回到了金融危机的世界里。我的朋友斯坦·费舍尔从国际货币基金组织二把手的位置上退下来了，而这一职位传统上是美国人把持的。德国籍总裁霍斯特·克勒（Horst Koehler）推荐我接任这一职位。但是，接替我财政部职位的来自斯坦福的经济学家约翰·泰勒（John Taylor）阻止了这一任命。我当时被认为是与克林顿一伙的，泰勒觉得我在新兴市场危机中制造了太多道德风险，并且布什政府也希望在政策上划清界限。他们推荐了来自斯坦福的共和党人安妮·克鲁格（Anne Krueger）担任这一职务。之后，克勒提议由我担任政策和审查部门的主管，这也是个高级职位，我接受了。拉瑞和我的其他一些朋友觉得从

名声上看这个职位不如之前的，但是能够实实在在地做事。我的部门是政策的仲裁者，必须对每一项金融资源的使用负责。我很高兴有机会继续从事富有挑战性的工作。

相比财政部，国际货币基金组织更为正式，工作时也更加严肃。在这里，有没完没了的会议，充斥着官僚主义，有一个富有侵略性、争吵不断的执行委员会，有数不胜数的文件，在各个领域都有很多派系冲突。当然，作为公共部门，工资却是异常高的。如果考虑到这一组织的使命以及在贫穷受灾国家的干预任务，高工资是很尴尬的一件事。这里的工作节奏比我之前要慢得多。我很不擅长坐着不动。

国际货币基金组织里聪明的专业人才很多，但很多人都没有承担过制定政府政策的重任。这里有许多文件要整理，有官僚主义要解决，有会议要开。我的同事肯·罗格夫（Ken Rogoff）是一位杰出的首席经济学家，有一次我问他是如何熬过高级官员们的冗长会议的。罗格夫年幼的时候是个国际象棋神童，他告诉我他会在脑子里同时下许多盘棋。

不过我依然有些重要的问题要解决。我帮助设计了一套原则，这会指导如何在未来的金融危机中制定借款政策，能更好地区分何时我们应该让一个国家重组债务，何时我们应该帮助这些国家履行义务。我帮助国际货币基金组织设计了一系列援助限制，用以降低道德风险，同时为真正的系统性危机保留了激进行动的余地。除按惯例将注意力集中于巨额财政赤字和通货膨胀之外，我促使国际货币基金组织更深刻地理解了因高风险的融资形式所形成的漏洞。虽然布什团队喜欢批评克林顿时代的救助计划，但他们最终支持了国际货币基金组织对巴西、乌拉圭和土耳其的大型救助计划，采用的仍然是宽松货币供应策略，这正是国际货币基金组织的职能所在。

多年之后，英格兰银行行长默文·金（Mervyn King）在告别晚宴上对我说，我就是教科书一般的证明相关性和因果关系之间差异的证据。“所有危机中都有蒂姆的身影，”他说，“但他没有导致危机。是危机引来了他。” 我一次次地观察到放纵的资本如何产生融资热潮，而信心上的一点危机就会将繁荣引向萧条，继而变成恐慌。我看到那些有决心和绝对力量的危机管理者是如何帮助遏制恐慌的。同时那些化解危机所需的行动，从本质上讲，就是不受欢迎的和充满风险的。

这些都是宝贵的经验。

STRESS TEST

Reflections on Financial Crises

第三章

逆风而行

2003年9月初，当我在伦敦从事国际货币基金组织业务时，我接到了私募股权公司百仕通集团（Blackstone Group）联合创始人亿万富翁皮特·彼得森（Pete Peterson）的电话。彼得森是纽约联邦储备银行（Federal Reserve Bank of New York）董事会的主席，他问我是否有兴趣和董事会谈谈如何管理该银行。

我的第一反应是大笑，然后问："你了解我多少？"我很委婉地表明目前还不能胜任这份工作。

美联储纽约分行是政府在美国金融中心的主要前哨阵地，也是美联储12家地区分行中规模最大、影响最深远的。其主席也担任美联储委员会制定货币政策的副主席一职；其员工通过买卖政府债券即公开市场操作来实施货币政策；共同负责监管美国一些最大的商业银行，包括花旗银行、J·P·摩根大通银行、纽约梅隆银行。除了电影《虎胆龙威》里杰瑞米·艾恩斯（Jeremy Irons）试图去偷其地下室里的7 000吨黄金外，美联储纽约分行并不为大多数公众所知。但那是一个值得尊敬的机构，一般而言，其领导都由金融巨头担任。

纽约联储第一任主席，摩根大通强大核心集团成员之一，本杰明·斯特朗（Benjamin Strong，Jr）是联储早期的主导力量。其近期的主席们

也是杰出的金融政治家。比尔·麦克唐纳（Bill Mc Donough）是一名前银行家，在前10年一直从事这份工作并平息了美国长期资本管理公司的危机；杰瑞·科里根 （Jerry Corrigan）是一位声音低沉、不善言辞的经济学家，同时也是高盛公司的常务董事；保罗·沃克尔是一个传奇人物，身高6英尺7英寸，他是我在达特茅斯学院毕业典礼上的演讲者，也是大通曼哈顿银行的前银行家，他曾连任美联储的主席，并被认为是华尔街的良心。而我当时只有42岁，且从未从事过金融工作。

彼得森推荐的纽约联储主席的第一人选是国际货币基金组织的前副总裁斯坦·费舍尔—花旗银行当时的高管—但费舍尔拒绝了。其他潜在的候选人，包括财政部里我的继任者约翰·泰勒，在董事会也没有得到充分的支持。所以，哈佛大学的校长拉瑞·萨默斯和花旗集团的鲍勃·鲁宾建议彼得森联系我。主席格林斯潘也支持我参加候选。他告诉我，在我任职于财政部期间，他并没有意识到我没有经济学博士学位。

彼得森仍然担心我资历太浅以至于不能指挥所有人。秉持着一贯的谦逊，拉瑞告诉他，既然我能够勇敢面对他，这也意味着我有能力管理纽约联储。他显然觉得这很有说服力。一些董事会成员关心这份工作的社会性质，他们甚至要求采访卡罗尔以评估她是否合适做第一夫人，但我礼貌地回绝了这一请求。前任主席们已经参加了各种各样的民间团体和曼哈顿频繁的招待会。我告诉董事会，我更喜欢晚上与卡罗尔和孩子们待在一起，但如有需要，我也会出席各种活动。

我想董事会对我所说的并无异议，因为他们让我接受这份工作。但我的家庭成员似乎不太同意。当我告诉我12岁的孩子爱丽丝我们要搬到纽约时，她哭了，她说我毁了她的生活和她妈妈的事业。9岁的本似乎没有太多困扰，但他比姐姐更加沉默寡言。卡罗尔支持我，但没有显得很兴奋。她不得不结束她的治疗实践，并离开乔治·华盛顿大学医学院，那时她正在给未来的医生们教授聆听技巧。无可厚非，她对我们生活所受到的影响持保留意见，我也是一样。在学年结束之前，我不得不经常来往于华盛顿和纽约之间，我知道卡罗尔在过渡期间承受了很多的压力。但她说如果我真的很想做这件事，她愿意为我做出牺牲，所以我接受了这份工作。

同时，我对要学太多东西而感到害怕。美联储在应对金融危机时发挥着核心作用，尽管我已经接受过“火的洗礼”，彼得森遴选行长过程中的一位顾问曾在《纽约时报》撰文称，这份工作要求承担更为重大的责

任。我没有在美联储工作的丰富经验，我从未监督管理过银行和市场，我也从未深入思考过货币政策，我很怀疑我是否能在这些方面给当时的货币大师格林斯潘提供足够的帮助。

我也理解为什么人们质疑我的权威：许多反对我担任美联储纽约分行行长的意见之一，是暗讽我将成为讲述十几岁小医生故事的电视剧《天才小医生》续集里的明星。在我进入纽约联储开始工作的前一天晚上，我光顾了一家便利店，为我在曼哈顿上东区的单身公寓购买了酸奶、牛奶、啤酒和其他基本生活用品。

我终于入职了。

我作为一个外来户进入纽约联邦储备银行，没有为试图改变它而带上任何亲信。我很想表示我对这家机构的尊重，了解清楚它是如何工作的，并研究其长处和短处。纽约联邦储备银行对于金融市场的博学和熟识有着良好的声誉，尽管有些人认为它有点太靠近这些市场。

美联储的这栋22层建筑，位于自由街33号，　是由砂岩和石灰石筑成的银行大厦，其建筑风格可以追溯到文艺复兴时期。它距离华尔街只有几个街区，相比那些世界主要金融公司的现代摩天大楼很是逊色！我的最初印象是其带有一丝传统古板气息与严格的等级观念。墙壁厚实，气氛黑暗，生活节奏缓慢而舒适。前10位高级官员在铺着木地板的行政楼层里拥有宽敞的办公室，而他们的团队成员就在较低的楼层或者街对面的楼层办公。那里极其安静。我前任的画像挂在以他的名字命名的华丽的会议室（保罗·沃克尔）墙壁上。这里有一些奇怪的礼节。白天，咖啡会放在银托盘上送到我的办公桌。我第一次主持纽约联储的晚宴时，在客人们的注视下给我第一个上菜。一个蜂鸣器摆在我面前，以备我需要传唤工作人员。我最终将会改变或铲除许多这样的陋习，就从蜂鸣器开始。

我最初的简报因太过正式而显得笨拙。通常情况下，高级行政人员会将几乎全部会议时间用于演示整套幻灯片，只留下几分钟让我提问。低级员工似乎不敢随便说话。我遇到了很多精明能干的人，但会议并不是为了辩论或是探讨的，这对于在这一机构没有什么历史和这一领域毫无经验的我而言，很难做出决定。

我对银行的高层领导非常尊重，同时也开始接触那些职位比较低但

很有才华的员工。我要求，每一次呈递给我的备忘录必须包含撰写人的电话号码，以便我有问题时可以直接问。而且我开始改变对于会议的期望，要求每个人提前阅读幻灯片和纸质文件，这样我们才有时间来讨论内容。我要他们清楚地知道，我期望的是每个人都能说出他的所思所想，而不要顾忌自己职位的高低，也不需要顾忌纽约和华盛顿美联储上层机构的普遍观念。

这是一个美国金融系统运行良好的蜜月期。美国经济正从温和的衰退中复苏，在经历了一系列金融动荡的洗礼之后变得相对平和。这些动荡事件包括20世纪90年代的全球危机、美国长期资本管理公司的破产重组，互联网公司的破产、“9·11”恐怖袭击，以及使得安然和安达信公司陷入没落的会计丑闻。美国经济的增长和信心正逐渐走强。通货膨胀率低，信贷成本低并易于获得。纽约美联储监管下的各银行并没有表现出危难的迹象；相反，它们享受着数十年来最大的红利。它们保有高水平的资本，所以似乎万一情况变坏，它们也能状况良好。

那时位于华盛顿的美联储，很少清晰地关注金融系统的稳定性。在纽约，除了一些例外，大家大都觉得金融系统处在很好的控制之下。银行监管机构有着很好的记录，尽管你可能会质疑：随着银行的蓬勃发展，他们就像年老的美泰克(注)的修理工那样没有多少东西需要维修。当我接管时，关注焦点都在上一场战争， 可以理解“9·11”事件的后续处理会列于优先位置，诸如强化市场基础设施从而能在恐怖袭击中幸存。银行监管者忙于合规性管理，确保流氓国家没有在美国的机构存放现金以及银行领导层没有违反反歧视法。前纽约美联储董事会成员，M&T银行的鲍勃·威尔默斯（Bob Wilmers）曾经告诉我，他银行70%的审查过程涉及反洗钱和消费者保护。

这些都是重要的问题，但他们似乎掩盖和隐瞒了更主观的和更具有挑战性的系统问题，如银行是否得到充分的风险管理以及保持足够的资本和流动性从而可以在危机中幸存。那段时间，系统性风险—金融系统的脆弱性导致的危机—还尚未被大家所注意。事实上，经济学家已经开始探讨美国的长期稳定是否已经构成了一个新的常态，一个“大稳健时期”，一个可以缓冲危机的准永久时代。市场信心不断增强，衍生品和其他金融创新旨在对冲和分散风险—更好的货币政策来应对衰退和更好的技术来消除库存周期—人们早把毁灭性的危机抛在脑后了。

我并不赞同这样的信心。我并没有特殊的知识或者洞察力来判断金

融创新是否稳定，只是我本能地怀疑任何形式的绝对信念，尤其是过度的乐观。我的专业经验让我看多了金融失败的案例，在过去10年的新兴市场里，我曾经见过长期的稳定和增长中如何滋生动荡和灾难。信心是易逝的东西。而在这个资金全球化的新时代，世界上某个小角落的系统危机也会迅速传播。我从没看到过连续几年的平静期或者一些聪明的金融创新就可以治愈人类狂热和自欺欺人的劣根性。历史表明，在一次金融危机的正式公告出来之前，大家都觉得金融危机是过去的事情。

2004年3月，我第一次在纽约联储公开演讲，当时我压抑着自满的情绪，告诉一屋子的银行家，新的金融世界奇迹并不一定可以防止毁灭性危机，也不应该引起华尔街对安全的错觉。我甚至引用了我最推崇的“金融非理性”理论创始人的观点，他提出周期性的金融危机几乎是不可避免的。

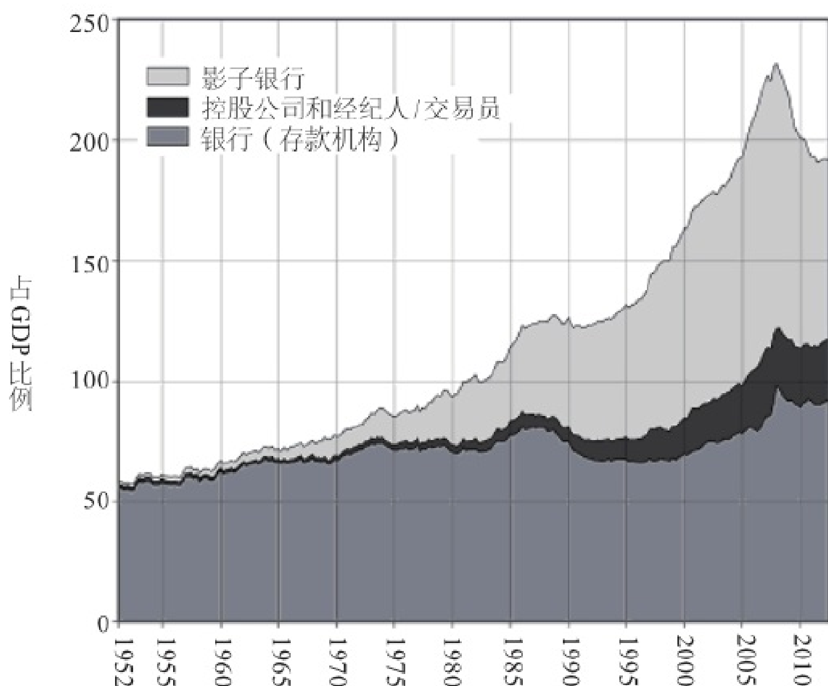
“这些改进不能结束查尔斯·金德尔伯格所称的‘疯狂和恐慌’，”我说道，“重要的是，你们所在的金融机构要建立充分的缓冲机制。”

于是，我在开始这项新工作时，就伴随着我对金融系统之于周期性危机的内在脆弱性的关注。而我一开始就被美国金融系统中一个更具体的漏洞所困扰。美联储被视为美国金融稳定的监管机构，而纽约联储每天都接触市场，是华盛顿了解华尔街的最佳窗口。但我们对于金融系统风险的控制力并没有扩展到整个金融系统，这种权力上的限制，让人感到不安。

美联储负担着监管商业银行存款保险的责任。一旦一家银行出现流动性风险，它可以去美联储的贴现窗口紧急贷款以缓解流动性危机。但是当我在职责范围内思考一个潜在的危机时，一个醒目的危险显得十分突出。金融系统中有很大一部分机构在美联储的管辖范围和安全网范围之外，比如一些投资银行，还有房地美和房利美，这些机构从事着类似银行的业务，而不必遵守银行安全和稳健性的原则。这些“准银行”或者说是“影子银行”，它们从事短期的借款业务并放出长期的贷款，就像乔治·贝利的银行或者其他一些银行做的那样。但是它们并不像银行一样遵守资本金的要求或者采取其他保护措施以降低风险，也没有存款保险制度来预防挤兑，当面临挤兑的时候，它们也无法从美联储的贴现窗口得到帮助。最初在2004年3月的讲话中我就提出，金融创新推动了金融系统杠杆率的提高，增加了风险，同时也是金融监管最薄弱的方面，我们的监管并没有跟上金融创新的脚步。

总体而言，美国超过一半的金融负债都是游离在银行体系之外的，这也使它们游离于美联储的监管之外。传统的银行部门之外并没有内在的风险，除非这类风险不断聚集在大型非银行金融机构中，它们拥有较高的杠杆率和短期借贷，却没有类似的银行监管。然而这正是美国正在发生的事。这种在美国金融系统结构中的演变—即像银行一样借短贷长的非银行机构的风险扩散—对于我们这些扮演金融市场稳定的监控者和最后贷款人的角色者而言，值得深思。其实我在美联储工作的初期对此并没有什么想法。但是正如我曾经对鲍勃·鲁宾说的那样，一个问题没有明显的解决办法，并不意味着这个问题不存在。我知道无论金融危机是否肇始于纽约联储，都终将被我们控制。

影子银行的增长
金融部门负债



从20世纪80年代到2007年间金融领域信贷的巨大增长几乎全发生在传统的银行系统之外。风险持续转移到那些比银行的约束更少，也无法利用政府安全体系的金融机构中去。

在最初的几个月，我常常开玩笑说做纽约联储的主席就像做奥兹国的巫师，我的朋友，也是财政部时期的同事谢莉尔·桑德伯格，现已经成为谷歌的副总裁，她总是喜欢称我为幕后人士。广大群众都认为我们有着足以扑灭金融火灾的强大力量，但当我真正检查我们拥有的消防设备

时—一本被内部人士称为“末日审判书”的纽约联储文件夹—我并没有觉得有什么令人印象深刻的东西。

除了货币政策之外，美联储会借钱给出现流动性危机的金融机构—但必须是有存款保险制度的商业银行，并且只有在我们认为借钱可以从根本上解决问题的情况下，而且资产必须超过负债。根据联邦储备法案13条第（3）款，在“不寻常的极端环境下”，我们确实有额外的权限，但自从大萧条以来，美联储都没有动用过它，即便在需要拿出撒手锏时，这种生死关头才能使用的权力也被严格限制。根据第13条第（3）款，在确保抵押品的价值足够覆盖风险的情况下，我们可以借钱给陷入危机而无处借钱的非银行机构，以帮助它们摆脱困境。在公司走上不归路之前，我们不能冒很大的风险或也没有很多先发制人的力量来帮助它们，即使我们认为金融机构非常需要我们。这也是一个使我倍感震惊的问题。

接下来的几年，随着金融市场的规模不断扩大，房价和美国范围内的贷款飙升，我和同事们花费了大量的时间和精力来使美国的金融系统更具有弹性，以更好地应对可能存在的危机。当然，最后事实证明我们的努力是不够的。我们并没能阻止最严重的经济危机和几代人以来从没有经历过的最严重的经济衰退。我似乎有幸在华尔街崩盘时正好还是纽约联储掌门人。

危机后来激发了很多风言风语，他们认为美联储是一个消极的监管者—我们与华尔街走得太近，太过相信银行家的能力和品德，太专心于我从鲁宾、萨默斯和格林斯潘那里继承来的自由市场原教旨主义。我经常被描述为一个被银行家收买的工具。即使那些并不认为我腐败的批评家也都认为，我被当权者们金融普善的世界观所俘虏了。所以在我开始这项工作的时候，解释在纽约联储做了什么、没做什么，以及为什么这么做之前，我想要表达一下我对于整个金融世界的看法。

我从来不认为金融是一个非常特别的或者高端大气的专业。

我那些进入华尔街工作的同学们，并不是特别耀眼或者聪明，当然也不会很愚蠢或者有道德问题。当阅读《说谎者的扑克牌》（Liar’s Poker）时，麦克·路易斯（Michael Lewis）对债券市场生活的深刻描绘强化了我的想法，即金融不是我擅长的行业，我也无法想象自己会参与其中。我记得1987年，卡罗尔的母亲去世了，这个打击促使她开始写一

本关于父母离世的年轻人的小说。卡罗尔的经纪人打电话来催促我们用她微薄的遗产购买一种新型的证券。经纪人的动机非常明显，他只是想完成他的工作，而不是让我们得到有意义的东西，这使我产生了难以忘却的厌恶感。

20世纪90年代，我目睹金融系统一次又一次陷入困境。在日本，房地产泡沫时期，我了解到整个银行系统都是由无赖一样的辛迪加垄断集团伪装的。而日本金融部门的官僚与其监督机构的关系是如此密切，以至于很难说他们谁控制着谁。紧接着，我看到拉丁美洲、亚洲和俄罗斯的金融从繁荣走向破产。我看到了市场面对羊群效应以及情绪中的无知与任性时会是多么脆弱。许多向亚洲放贷的金融家似乎并不了解他们所面临的风险或者所接触的是一些什么样的国家。

我从来不认为华尔街都是由一群傻瓜或者骗子组成的阴谋集团，我的工作使我接触到许多有天赋的资深银行家，由此产生的爱屋及乌效应让我觉得美国的金融部门要比它们实际呈现的道德和能力更好。许多时间我和那些聪明的高管在一起，如德里克·莫恩（Deryck Maughan），我在日本时就认识了这位所罗门兄弟公司的银行家，此人后来成了CEO。我还和聪明的投资者在一起，如斯坦·德鲁肯米勒（Stan Druckenmiller），有时我会向这位对冲基金行业的亿万富翁咨询市场的问题。这比我挖掘金融行业的肮脏之处所花的时间要多得多。而为鲁宾部长工作理所当然地影响了我对华尔街具有较高能力的看法，因为他的能力可是众所周知的。

当时我的确正处在这样一个专业化时代，人们普遍将金融创新和国家间更加自由的资本流动当作有益事物。作为一名年轻的国际谈判专家，尽管时不时担忧开放过度，但我仍努力去推动美国金融行业的市场开放。我非常钦佩鲁宾、萨默斯、格林斯潘，这使我经常分享他们对市场及创新的普遍认同，而公众肆意地讽刺他们三巨头是顽固的自由市场空想家，这是非常不公平的。举个例子，在克林顿当政期间，抵押贷款巨头房利美、房地美这类机构利用联邦政府暗中支持而使用廉价的杠杆工具不断扩大放贷，三巨头都努力争取对这类政府支持住房企业（GSES）采取更严格的管理限制。可是房利美和房地美在国会两党之间都有巨大的影响力，使得这项本应通过的法规最终没有通过。

格林斯潘有个近乎信仰的理念：市场是理性和高效的。同时他还对政府的监管能否让市场更加安全持严重怀疑态度，不过他却非常支持我

们在新兴市场危机发生时进行金融援助。三巨头里唯一一位曾在市场中摸爬滚打的成员鲁宾就没有那么多对市场内在理性高效的信仰，他曾多次表态关注过度杠杆，尽管他同样也怀疑政府监管的能力和效果。而拉瑞·萨默斯的观点则介于两者之间，可能在那时候更接近格林斯潘。我不能说谁的观点是对的，但是就我来说，我更倾向于鲁宾，我在金融上的观点主要还是受到了新兴市场危机这个自由市场原教旨主义的反面教材的影响。

20世纪90年代，我在财政部的职责包括解决各种国际问题，所以在克林顿政府就金融监管展开争论时，我不过是个旁观者，并没有什么明确的观点。我在著名但无效的限制房利美、房地美业务模式的努力抗争中也只是一个无名小卒，并没有卷入当时这场在中央发生的没有硝烟的战争—两党努力正式终结大萧条时期格拉斯–斯蒂格尔法案（Glass-Steagall）所划分的商业银行业务与其他金融业务之间的法律界线，这一界线早因管理和金融创新而名存实亡。不过在比如掉期、期权及其他价值基于价格或利率的金融衍生工具的争论中，我还是扮演了一个不那么突出的次要角色。

1998年，商品期货交易委员会（CFTC）的主席布鲁克斯利·伯恩（Brooksley Born）提出了需要规范不在交易所市场上市的场外衍生品交易。她没有公布具体的计划，但是，她确实曾提出商品期货交易委员会应该把包括外汇互换这类不在我的国际投资组合范围内的掉期合约定性为CFTC加以监管的期货合约。我不太了解这一事项，但是所有其他美国监管部门，包括我财政部的同事们都非常关注，因为她的计划可能会造成数万亿的衍生品合约陷入危险的法律真空。市场被乌云笼罩着，因为伯恩的这项提议极有可能带来一场金融乱局。

伯恩的改革运动是个受欢迎的故事，若被改编成寓言剧，会是英雄伯恩对抗邪恶的金融巨人歌利亚。不过，现实可没有那么黑白分明，在很多方面，这场战争更应是一场关于领土和利益的战斗，而不是物质和意识形态层面的：美联储和其他监管部门与商品期货交易委员会的对抗；统领衍生品业务的纽约各银行与试图扩大其市场份额的芝加哥交易所之间的对抗；以及国会山各种各样的商业利益游说集体之间的对抗。即便伯恩没有提议禁止衍生品交易。她只是认为衍生品交易应当被定义为期货交易，受商品期货交易委员会管辖，并在芝加哥交易所进行集中交易。我也偏向于美联储的观点，这主要是因为早先在墨西哥危机时与

我共事的同事的优秀品质让我印象深刻。而且，商品期货交易委员会在应对成熟市场方面的声誉并不好，而且还普遍被认为是芝加哥交易所的傀儡。

但是伯恩的动机是好的，她对衍生品交易缺乏监管的观点颇有先见之明。她只是缺少一个具体而又合理的计划。我记得在商品期货交易委员会的一次会议上，她在会议开始时取出一个黄色的便笺本，从那几十页的手写注释中读着我们混乱的证券法规，她清晰而又强烈地知道改革的原因，但是她的改革提案却基本不能通过。

通过有限的知识，我发现我对拉瑞、格林斯潘以及纽约衍生品行业团体对抗伯恩的提案充满了同情，他们把衍生工具当作应对对冲和风险分散的有效工具，比如航空公司利用衍生工具来避免受到未来燃料价格上涨的影响，而更专业的场外衍生工具则在特定企业面对特定风险时显得非常有价值。他们辩称，公司已经有一个良好的动因去促使他们谨慎对待衍生品交易，而政府对私人事务的干预会扼杀这个充满活力的市场创新。在鲁宾的小型会议室中，我们进行了一次讨论，“对场外市场的管理可能会推动离岸衍生品市场。”我的话激醒了这场昏昏欲睡的争论，我当时听起来一定像个银行说客，这让鲁宾用一副嘲弄的表情瞥了我一眼。

“这是你提出的反对改革最无力的论点。”他说。

鲁宾曾经运营一家有大量衍生品业务的金融机构。他认同这些衍生品带来的好处的同时，也认为它们的复杂性以及增加杠杆的趋势会带来极大的危害，他很担心这些金融机构尝试去冒那些连它们自己也不懂的衍生品的风险。当然，他也并不认同伯恩的提案。她的可信度受到商品期货交易委员会可信性的影响，而对法律体系不稳定的恐惧却是真实存在的。当然，这种恐惧是被与商品期货交易委员会争夺“领土”的对手以及本能地反对新法规的银行家所夸大的。当伯恩发布了一份关于改革的概念性文件时，财政部、证券交易委员会以及美联储都站在同一条战线上反对通过她的改革方案。

伯恩的想法很难在一个由反对政府监管的共和党控制的国会中通过。然而，她的这种对生存在监管裂缝中衍生品交易的直觉仍然是有益的。我们不应该因为对她的救济方案有争议而如此忽视对衍生产品的普遍关注。财政部确实青睐强制结算的期货合约，但是格林斯潘强烈反

对，所以那个时候这个想法最终只能付诸东流了。总体来说，克林顿最终签署的跨党派立法使我们不幸错过了这个机会，而在某些方面，这件事弱化了对衍生品已经很有限的监督。到2003年年末我去纽约联储的时候，衍生品业务的规模更加巨大、更加复杂，几乎涉及金融系统的所有敏感业务。

说实话，在开始我的新工作之前，我还不是一个能直言不讳批评金融系统的人，我也不是金融系统前进的拦路者，而我已经见识过金融系统的失败会给社会带来多么巨大的痛楚。而纽约联储的主席总是被人们视作金融制度的仆人，从某些方面来说是因为机构治理机制太差。

就像美联储的其他11家储备银行，从严格意义上说，纽约联储已经包含了它所处地区的所有银行，根据法律，纽约联储9个董事中的3个需要代表那些银行；接着他们也选择其他3个董事，名义上代表着公众；位于华盛顿的联储董事会任命剩下3个董事。而这些董事不应与任何监督、管理以及紧急借贷有牵连，他们只是扮演着货币政策的顾问角色。不同于一般的公司股东，纽约联储银行的股东并不控制其运营。然而，董事会选择董事会主席并确定其薪水，华盛顿只需批准。所以纽约联储总是因为容易受到那些大银行的控制而显得不堪一击。我对董事会做了一些改革，然而不幸的是，我让那些本来就不好的机制更加糟糕了。

我所接管的董事会有很多有意思的复合型人才，但是他们缺乏一些金融行业的工作经历，我认为我们需要一个由纽约的主要公司领导组成的更强的董事会，来更好地应对变化无常的金融系统框架，所以我招募了一些杰出的金融家加入董事会，包括雷曼兄弟CEO迪克·福尔德（Dick Fuld）、摩根大通公司CEO杰米·戴蒙（Jamie Dimon）、依然任高盛董事的前主席斯蒂夫·弗里德曼（Steve Friedman），以及监管着其公司融资部门的通用电气CEO 杰夫·伊梅尔特（Jeff Immelt）。我重组了董事会，使它符合纽约联储的历史根源，即由金融机构的精英构成。但是我经常寻求咨询的保罗·沃克尔却有先见地警告我，说我正在给纽约联储带来更大的信誉风险。最终我不得不在雷曼公司破产前夕让福尔德辞去董事会的职务，而弗里德曼则在之后被曝出在危机期间买入高盛股票而辞去董事会职务。虽然他完全遵循了纽约联储的规定，但是他的行为还是引起了骚动。

沃克尔是金融界的翘楚，也是华尔街极具影响力的评论家，特别是对于像雷曼和高盛这样的投行。他不喜欢利益冲突，同时令人难以置信

的，是他对于高风险的可交易新奇产品和银行业有着更为谨慎和保守的态度。他后来曾揶揄说在ATM柜员机之后就不存在有用的金融发明。我深刻地体会到他的不安，但是我却没有他那种坚定的信念。我没在银行干过，所以我没有与历史比较的根据，当然也就无法发现金融部门究竟是被彻底败坏，还是本质上就很理智。我把这视作内在风险极大的业务，通过集中大量利润最大化的客户和股东，提供整体上有价值的经济服务。因而我很少被斥责贪婪行径的报道震惊，我认为这都是理所当然的。

我很少和华尔街的高管打交道，但我有一次在彼得森的百仕通集团奢华的聚会上主动与沃克尔攀谈。他半开玩笑地说："你不该在这儿！"我还是会定期了解他们对于市场和经济发展的看法，这是我工作的重要一环。他们中有些在我看来很有能力，有些则徒有其表。他们还有充分的激励机制避免让公司自我毁灭，但我知道金融系统的稳定性不可能操纵在他们手里。

在早些时候的一次会议上，几位重量级的银行家向我抱怨新的资本规则束缚了他们运用杠杆的能力。我说我理解他们为什么会有这样的问题，但是他们不明白设置这些规则的缘由是因为他们冒了多么巨大的风险。"这是我们的责任"，我告诉他们。显然，我们没能尽责。

我在纽约联储工作时第一个也是最重要的一个决定是加大对系统风险的关注。

我们需要花费有限的时间和资源在很多其他的任务上，因此需要准确地给予其所需要的关注。我们要处理国家级规模的支付系统，财政部的竞价发行为政府提供资金，美联储承担了很大份额的现金承销任务。我们共同承担着执行消费者保护和反洗钱相关法律的任务。在我到美联储的7个月后，我们针对花旗集团开出了一张天价罚单，原因是其一个分支机构欺骗单纯的借款人并且在美联储随后的调查中隐瞒事实。沃克尔致电我说他很惊喜地听到了这个消息。

我没有很深入地了解次级房贷市场显现的问题。华盛顿美联储的董事奈德·格拉姆利克（Ned Gramlich）已经着手调查过度且随意地向低收入美国人提供抵押贷款的问题。我对格拉姆利克的工作印象深刻，而这也说明次级房贷问题引起了华盛顿美联储的极大重视。我可不希望我们像个踢足球的孩子，拥在足球周围。我希望我们能专注于被忽视的系统

性漏洞，从我们自己的银行开始调查，但也不局限于此。

在纽约联储内部，我组合了一系列的“风险早点”（risk breakfast）把原本独立的各个部门人员，包括监管、市场、支付系统、国际事务、调研等部门召集起来，交流关于整个系统潜在风险的信息。我们设置了一个更为正式的金融风险委员会来详细分析系统风险的细节信息。我还实施了针对我们所监控机构的“水平风险审查”，了解不同银行如何应对不同的风险，提出更有效的保护银行业的方法。这个主意旨在识别最好的方法、强化该方法、激励银行向最具前瞻性的竞争对手学习。

我花了很长时间思考银行在我们的监管下是否有足够的资本作为在危机中消化既有损失、维持市场信心和保持偿付能力的缓冲。总体而言，资本代表着一个银行在卖出所有资产、偿付所有负债后的剩余，即企业的清算价值。这个计量方法很保守，即指杠杆中轻的一边。一个机构依赖借款维持其运行的比例越高，它的净资本比例越低。在危机中，净资本好像一个冲击吸收器，抵御损失的第一道防线。资本充裕的银行能承受打击而不至于被债权人质疑其偿付能力。这就像按揭贷款的首付一样，即使房屋贬值，借款人也能像穿了救生衣一样浮在水面上。

所以最初在美联储的几个月，我开始反思：美国的银行是不是有足够的资本？我们又如何确定？美国的银行持有的资本相当于他们 “加权风险资产总额”的13%，远高于我们要求的8%。可我依然不满意：对我们计量风险的方法有信心么？为什么要求的比例只有8%？要是世界经济变得比我们所见的更糟呢？

银行因自己有远超要求的资本而信心十足。作为水平风险审查的一部分，我们要求银行实施内部的“压力测试”来估计经济衰退和其他潜在冲击会造成的损失程度，但没有一家银行实施的方案会显著影响其资本。内部测试中最差的情况也不过蚕食了它们1/4的收益。在那个时候，它们的过于自信是可以被理解的：违约率低，经济持续增长，它们赚了不少钱。在这种经济环境中，谨慎是奢侈的策略，而杠杆是理想的扩大器、更大收益的源泉，即便是冒着更大的风险。

例如，如果你是一家银行或是投资银行的股东，通过10美元的权益资本管理价值100美元的资产， 一个10:1的杠杆，若资产价格上涨到110美元你的钱就会翻番。但是如果你的银行只以5美元权益资金管理同样价值100美元的资产，一个20：1的杠杆，同样10美元的增值意味着

你的投资增长了3倍。相反的，如果资产价格下降6美元，从100美元降至94美元，只有5美元权益资金的银行就资不抵债了，杠杆显著地增加了彻底破产的风险。不过，那时候金融界并不会预期资产价格会下跌。一位在繁荣时期对于杠杆有着异乎寻常谨慎态度的金融CEO在泡沫破裂前被解雇了。许多银行高管根本不愿设想极值情况下该如何处置风险。

但是即使是美联储自己的银行监管者和经济学家在分析整个系统时也认为银行的资本足以吸收金额巨大的亏损。这些公仆有着充分的精力面对困难，因为危机到来时总是由他们来处理残局，而他们是一个有才华、经验丰富、有思想的团队。即使如此，他们也很难想象要有多么严重的损失才会损害到银行资本金。一项美联储内部分析测算出，客户组合损失达到近几次严重衰退所达到规模的4倍—即大萧条时的水平—才会损害银行资本至危险水平。根据现有的监管标准，这些在美联储保护伞下的银行都是资本充足的。相比杠杆更大的投资银行以及房利美、房地美，它们的资本简直太充足了。那时候，要求商业银行提高资本金（并且稀释现有股东股份）让其能在大危机中幸免似乎太武断而且没意义，就像在高速公路上设定每小时30英里的限速；而且也会转嫁给非银行金融机构更多的风险。

虽然我们对未来将会如何不得而知，但是我对过往10年中的危机仍然记忆犹新。我要求我们能审查可能出现的最坏情景，即看起来不可思议的“尾端风险”。在接连不断的会议中，我主张管理者和风险经理把对小概率巨大冲击的怀疑放在一边，而专注于如果发生冲击会造成的影响。这在内部引起了相当大的质疑，并招来外部对美联储的嘲讽。在一个如此良好的环境中，许多银行高管认为要求他们为衰退—不仅仅是衰退而是大衰退—做准备简直太不合理了。

我试着对抗盛行的自满之风—不仅在私下，公开场合亦是如此。在我到纽约两年后对银行家们的一次演讲中，我强调“进一步压力测试和情景模拟的必要性”，并列举了6个“即使是最老辣的机构”都会面对的问题。在另一次演讲中，我指出银行似乎不太愿意表达“主要对手方出现问题的影响”以及“重大冲击影响资本流动性的风险”。我在自己通常令人费解的文章中暗示了担忧，部分因为银行以及其对手方的规模越来越大：“之所以更为关注金融系统，是因为如果一家主要机构出现问题，将造成更为严重的系统风险。”

我们会发现这才是真正艰困之道。

我不喜欢公开演讲，我不擅长演讲，所以我不太愿意频繁抛头露面，但是我又不可能在履新后成为隐形人。我很少谈论货币政策或宏观经济展望，维护纽约联储的传统：公开场合与美联储主席在这些问题上保持一致。但我关于金融系统稳定性风险的问题却谈得很多，通常是对着金融界人士说的。我不认为我的言论能有效影响他们的行为，我也不寻求媒体覆盖率，其实事实上也很小。但是我尽力传达我所认识到的整个系统的优点及缺点，强调我这个级别所关心的内容。通过这种小心翼翼的、合规的、艰难的方式，我尽力逆风而行。

“我们在预测自然状态下和遭受未来动态压力情况下金融系统的状况时，需要保持一定的谦虚和谨慎。”2004年5月我如是说。那年10月我用一场完整的演讲表达了美国需要强化管理体制来应对系统风险：“如果你想要和平或稳定，那你最好做好战争或者动荡的准备。”2005年2月，我说金融界最主要的挑战是对想象力的挑战：“在灾难降临的风险似乎很遥远，可见的未来经济增长依旧强劲的当前，如何未雨绸缪建立更高级别的风险预防保险机制来彰显我们的决心？”

诸如此类。即使金融部门看起来是健全的，但作为新一届纽约联储主席的我，在几乎每一场演讲中都会谈到系统性风险。

这些演讲并不是仅仅为了警钟长鸣。我也不想做一只胆小的小鸡。我用一种央行行长们惯用的似是而非的口吻在陈述我的关注。就好像我在暗示：现在的稳定并不意味着未来不会发生危险。在我的第一次题为“美国金融系统面临的变化和挑战”的演讲中，直到第16段的时候，我才讲到挑战；而前15段讲到的绝大部分是正面的发展。我认为要是我承认我们的优势所在，那么观众就会更愿意去考虑我们的脆弱点，但是这样可能轻易地使那些只想听到好消息的人忘记警告。虽然我没有格林斯潘能言善辩的天赋，但我的演讲从来不是一种清晰的或者迫在眉睫的推动模式。我用一种低调的、微妙的、缓和的言语谨慎地表达着我的担心，而这个言语并不会动摇市场或者打击信心。我曾经目睹过一次由财政部长本特森信口开河评论所引发的日元对美元破坏性的挤兑风潮，而我无意再重蹈覆辙。

对于我所有的演讲，人们总是会有一种淡淡的焦虑。而令我焦虑的主要是高增长、高杠杆、轻度监管的非银行金融系统。这里有一些经典的联储演讲，来自我2004年10月发表的关于系统性风险的演说：“有大量的非银行金融中介在安全监管和稳健框架之外进行操作，而这些运作

规模足够大或者是作用于整个金融系统的运作失败或者对于失败的预期，可能会对它们以及业务对手同在的市场功能有重大影响。”

也就是说，一个大的非银行机构可能会引起严重的问题。

我不很确信我们的规章可以确保美联储监管的银行在严重危机中可以有足够的资本生存下来。但是我知道很多非银行机构拥有更少的资本，更何况它们没有存款保险的保障，而且在紧急状况下无法获得美联储贷款。例如，2007年年底，由美国证券交易委员会监管的5家华尔街投资银行（贝尔斯登、雷曼兄弟、美林、摩根士丹利和高盛）的资本水平只有资产的3%。抵押贷款巨头房地美和房利美的资本降到它们所拥有和担保的资产仅1%的水平。

问题是接下来对于较低的资本水平应该如何处理。美联储没有法律赋予的权力去迫使贝尔斯登、雷曼兄弟和其他投资银行筹集更多的资本。我们甚至无法产生足够的微薄压力去迫使我们所监管的银行筹集更多的资本。也许我们的资本缓冲太薄弱了，但是他们已经丰厚到足以驱动数万亿美元的资产—不只是在整个商业银行系统—完全超出了我们直接监管的范围。在关于住宅市场和股票市场看似无限乐观的时代，投资者更乐意为杠杆率大幅增加的机构提供融资，而资金往往流向监管约束最薄弱的机构。

问题的很大一部分应该归咎于美国的分业监管体系，充斥着各种漏洞和各种势力的角逐，充满着若隐若现的钩心斗角，然而却没人会为整个系统的稳定性负责。

即使是传统银行部门也是一团糟，美联储、联邦存款保险公司（FDIC）和美国监理署（OCC）分别负有监管成千上万家银行的责任，而各州的监管者在50套不同的规则中工作着。储蓄机构监理局（OTS）监管着主要致力于抵押贷款市场的储蓄机构；它们管辖下的储蓄分支机构受资本充足性条款监管，并可以获得美联储贴现窗口的帮助，但其风险较高的子公司和母公司运行时却没有合理的监管。美联储的监管还存在着内部的地域划分，纽约联储监管花旗集团和摩根大通，里士满美联储监管美洲银行和美联银行（Wachovia），旧金山联储监管富国银行（Wells Fargo）。

通常情况下，多个机构监管一家银行。例如，美联储监管着花旗集

团和摩根大通的控股公司，这些伞形结构的实体坐落在数以百计的银行和非银行附属机构的顶端，但美联储并不监管它们实际运营的商业银行或者投资银行。一般而言，我们应该将这些机构作为一个整体集中监管，但是根据法律，我们不得不退回到最原始的监管，在这样的情况下，美国监理署监管着它们的商业银行；美国证券交易委员会（SEC）监管着它们的投资银行；美联储和国家监管机构，以及在伦敦、苏黎世、法兰克福和世界各地的母国监管当局共同分担着对外资银行美国分支机构的监管责任。这些分类监管类似盲人摸象的寓言，没有人对所看到的公司全貌负责，更不用说整个系统的相互关系了。

这些过多的监管机构重叠的权限助长了监管套利。银行通常会被视为储蓄机构，以此获得众所周知的较弱的储蓄机构监理局的监管，或者这些银行会选择另一家它们认为可以给予其优惠待遇的监管机构。储蓄机构监理局和美国监理署都是通过向其会员银行收取费用获得资金的，这会给激励它们通过提供较轻的执行力度来努力争取银行进入其监管范围。同时，共和党会控制国会和白宫，而华盛顿的普遍情绪是反对监管的；联邦存款保险公司2003年度报告中刊登了一张银行代表帮助监管机构用链锯删减“繁文缛节”的照片。

但是如果对商业银行的监督是有问题的，随着银行的规章制度缺乏强制性和实际上缺乏安全和稳健的监管，其余的金融系统就会更少受到监管。投资银行受到证券交易委员会的监管，该机构对投资者保护问题的关注比对投资银行的财务状况更全面，而对杠杆则几乎不施加限制。货币市场基金的功能更像传统银行，为客户提供存款类型的工具，而且是在证券交易委员的保护下，但是没有类似银行风险承担上的资本要求或者限制。在没有任何有意义的监管和杠杆限制下，对冲基金发展迅速。像通用电气金融服务集团（GE Capital）和通用汽车金融服务公司（GMAC）这类大型金融公司也是这样。房利美和房地美有自己所遵从的华盛顿监管机构，可以在不需要拥有资本的情况下，建立一个庞大的抵押贷款资产投资组合，商品期货交易委员会应该去监管期货交易者。国家保险监管部门主要负责保险公司，即便美国国际集团和其他保险公司已经发展成为跨国金融集团。

再者，上述公司没有一家受到强有力的监督或者资本约束。而且在发生挤兑的情况下，没有一家公司可以获得美联储的安全救助。除非像谚语所描述的，我们只是在街灯下面寻找钥匙的醉汉，因为任何其他地

方都是黑暗的。我们不能仅仅担心我们监管着的银行内在风险。在1998年长期资本管理公司的危机中，我们看到金融公司潜在的失败可以非常迅速地影响整个金融系统—银行系统外具有更大杠杆的机构会有更大的风险。

但是美联储无权对我们所监管范围之外的机构施加限制。尽管我们能够利用私人甚至是公众的压力去说服非银行机构及其监管者解决问题，但我对这些工具的效果没有任何印象。我要求在纽约美联储的同事分析一下房地美和房利美的资本缓冲情况，他们的结论是缓冲区域是单薄的，这一点显而易见。在一次演讲中，我注意到房地美和房利美的“监管框架、资本制度以及……内部的风险管理框架需要升级到更符合其风险状况和它们对系统带来的危险状况”。但正是国会设置和保护了它们的最低资本要求，因为房地美和房利美在国会中有很多好友。它们以每单位资本75美元的杠杆比例进行操作，就相当于一间价值300 000美元的房子的首付款仅仅需要4 000美元。

我们愈加担心那些大的投资银行，纽约联储副主席麦克·席尔瓦（Mike Silva）以邮件的方式向我描述着这些银行，我们对金融稳定的付出像“800磅重的大猩猩”一样大。很明显，证券交易委员会没有能力去评价它们是多么安全或者如果其中一家有了麻烦，下一步将会发生什么，但是我们能做的仅仅是慢慢地提高觉悟并敦促警惕。“由于我们和证券交易委员会的关系冷淡，只有非常微妙的接触方法才可能产生实际成果。”席尔瓦写道。

由于仅仅表达担忧并不是一种策略，我试图去寻找一种方式来获得横跨整个金融系统的更大牵引力。在2004年年末，我请求纽约联储前任主席杰瑞·科里根来领导一个新的由行业官员组成的交易对手风险管理小组。我认为科里根就像金融界的约翰·麦登（John Madden）—在游戏中，麦登是一个重要的、脾气暴躁的、老派的、受人尊重的学生，关于科里根的评论有着类似活跃的基调。在1998年长期资本管理公司破产之后，科里根合作主持了第一个交易对手风险小组，并且提议帮助公司为主要金融参与者的破产做准备。新的小组审查了各个投资银行、外资银行、对冲基金和商业银行的风险管理情况。顺便说一句，尽管他有反对监管的本能，但科里根还是非常支持这项工作。在工作开展前，当我要求他送上祝福时，他的回答是，“那是你应该做的事情。”

科里根小组为金融系统中所有相关的风险承担者和风险管理者提供

了一个平台，在这里，大家可以坐在一起讨论金融市场的弱点。2005年，该小组发布了一份273页的报告，提供了数十条用以减少风险的明智建议。它也在“逆风而行”，在这个不谨慎的年代，促进着谨慎。我们鼓励各银行接受小组的建议，并在整个监管界分享。

在接下来的两年内，我们用这些新发现开启了新一轮对行业风险的评估，不仅应用于银行，还应用于投资银行和在美国市场扮演重要角色的外资银行。我们把外国机构和证监会的同事纳入到评估范围，其目的是希望加强整体协调，帮助处于不同司法管辖区的公司为这场严重的衰退、金融危机做好准备。我们试图创造一种力争上游的氛围，把最先进的压力测试和更保守的风险管理推向整个金融系统，鼓励同侪压力，这能抵消竞争压力，进而能尽可能多地承担风险。我们也试着稍微控制非银行类机构，主要是通过受监管的银行放贷给这些非银行机构，这被我们称为“间接渠道”监管。通过施压放贷给对冲基金的银行，我们在限制杠杆率不受监管的对冲基金方面取得了一些成效，但我们从没有把事情做绝，给那些处于最危险境地的非银行类金融机构也留了一条活路。

对寻求扩张全球经济机会的巨额资金来说，我们的努力并没有对其产生阻碍作用。信贷在全球扩张，在违约率很低且违约率处于下降趋势之时，借款人看起来异常安全。美联储系统之外的机构能够承受更高的杠杆，而且它们很容易就能做到；民间资本踊跃地加入到风险和资本的大规模迁移中，资本涌向非银行类机构。现在回想起来，这种对远期的乐观假设看起来真是妄想，但是，在高额的利润诱惑之下，乐观战胜了恐惧，这一直持续到利润泡沫破碎。

我们试着挽救狂乱的市场，但是我们的影响非常有限。我们试着改善风险管理模式，但是不能强行改变超出我们管辖范围的银行，而且我们也没有抓住这些银行的主要弱点。我们获得成就的最好例子之一是在衍生品领域，虽然成就有限。

到2005年，自布鲁克斯利·伯恩 7年前第一次警告市场泡沫以来，场外衍生工具市场规模已经翻了两番。投资者争先恐后地买入了一系列新产品，从“信用违约互换”（CDS）到“合成债权抵押证券”（CDO）均有涉足。但是当时却没有一个针对衍生品投资工具或发行这些衍生品的银行、证券公司等的管理机构。这一切都让我深感忧虑。

从某种程度上看，衍生品只是另一种形式的风险承担工具，与简单

的银行贷款和其他金融工具类似。衍生品可能是有对冲需要的公司的有用工具，可以帮助进口商、出口商抵御汇率变动风险，也可以帮助银行免受交易对手的破产带来的风险。总的来说，衍生品似乎可以增加金融系统的稳定性，分散、多元化、平衡单个企业和更大范围市场的风险。毕竟，在衍生品还没诞生前的几个世纪，就已经发生过金融危机。单一的银行体系已经被证实是相当脆弱和危险的，而衍生品所产生的对冲收益则可能降低那种单一体系中存在的风险。

然而，衍生品的确带来了新的风险。如果你正操作一笔贷款，并且有信心可以对冲这笔贷款产生的信用风险时，你会倾向于操作一笔更大金额、风险更大的贷款。衍生工具本身就通常内嵌杠杆，因此投资者可能会面临比他们所了解的更大的损失。从事衍生品交易时，法律没有要求公司提供任何抵押品（或保证金），市场也没有任何要求。这意味着如果交易风险暴露，衍生工具的缓冲作用会微乎其微。这就是沃伦·巴菲特把衍生品称为“大规模杀伤性金融武器”的原因。

我的另一个担忧是，大部分衍生品市场均未经过危机考验。没人知道这些新产品，尤其是信贷衍生工具，在一个糟糕的市场情况下表现如何。这些新产品在经济平稳时期发行，我害怕其短暂的历史中相对良好的表现将带来过度自信和不稳定。认为自己对冲得不错的公司也许会发现它们购买的保险并不像它们想得这么牢靠。数以万计的交易对手共握有数百万的合约，但几乎没什么能力去监测整体市场的运行趋势和漏洞。公司遭遇困境往往有一个奇特现象：在信用衍生工具风险爆发之前，往往看不到先兆—如通用汽车公司债券的降级事件和汽车零部件供应商德尔福的破产事件就是很好的例子—随着市场暴露出数十亿美元的超级赌注风险时，公司的危机已经处于《华尔街日报》所说的“千钧一发”的时刻了。

一般情况下，衍生工具使得企业很难搞清楚正在发生的事情（它们的风险头寸是什么，它们的交易对手正面临什么困难），也很难搞清金融危机时那些会加速恐慌蔓延的任何不确定因素。我在演讲中曾说过，衍生品可能阻止金融危机频繁地爆发，但它们也可能使得金融危机更具破坏性和难以遏制。

更为糟糕的是，衍生品市场背后的基础框架乱成一团。我的朋友、前同事李·赛克斯（Lee Sachs）在20世纪80年代到90年代初期是贝尔斯登的资深员工，他曾在财政部任职，现在又回到了金融行业工作。当我

抵达纽约不久，他就向我解释，说衍生品业务的模式已经彻底过时了。格林斯潘后来把这种情况比喻为“用19世纪的水平操作21世纪的工业”。徒手编制复杂的订单，然后传真给无人值守的机器。一笔交易数月都未被确认，交易商往往在不通知交易对手的情况下重新修改订单。因此，投资者根本不知道他们的交易对手是谁，强调一下，这也是不确定性的一个重要来源。金融危机中，没人知道谁欠谁多少，或者任何欠债方是否有能力还债—这导致了恐慌性抛售和更严重的危机。正如科里根告诉我的，这好比试图去捋清一份煮熟的意大利面。

市场可以自行解决问题，这是毫无疑问的。金融基础设施就像交通基础设施一样属于公共物品，它使得企业受益良多，不过企业又不大可能亲自构建金融基础设施。单一企业升级它们公司的后台业务、解决积压的未确认交易并投资电子交易，这并没有什么意义，除非所有主要的衍生品交易商都一起采取上述行动。我们决定设法引导它们一起实施改良行动。14个顶级交易商掌控了衍生品交易市场95%的份额，尽管美联储只监管其中两家企业：花旗和摩根大通，但我们还是在2005年9月邀请了所有的交易商参加我们一个更具强制性的会议。我们同样邀请了它们的监管机构，包括英国和德国监管当局。高盛的劳埃德·布兰克费恩（Lloyd Blankfein）称这组人为“十四人家族”（Fourteen Families），犹如他们正在和黑手党老大在后屋会面谈判，商讨共同利益一样。

我们汇总了一份广泛的清单，包括数量目标和最迟期限。3周内，所有14家公司都签署了承诺书，承诺的条款之一是4个月内使积压的未确认交易减少30%。随着时间的推移，我们的目标更加雄心勃勃了。到2008年，在更多的压力和关注之下，尽管成交量增长了3倍，积压的未确认信用衍生产品交易还是减少了92%。股权衍生工具的电子化交易已经从34%上升到94%。金融危机期间，各种坏消息频繁出现，但是坏消息里绝对不会有“衍生产品后台基础设施故障”。正如李·赛克斯所说，这是一只不叫的狗。

我不想夸大这些改革的重要性。狂野的西部即便有更好的卫生设施，也还是狂野的西部。大型银行和非银行金融机构在升级其衍生品基础设施方面有共同利益。但是我们无法说服它们减少杠杆或更加谨慎地管理其风险，因为它们认为那不符合它们的利益。这才是金融系统真正的危机。

除去我对未来金融形势的焦虑不谈，我感觉在纽约的日子还是很舒

适的。我和家人搬到了拉奇蒙特镇的小居室社区，离我初中时期的住所不远，在这里，我们幸福地生活着。

卡罗尔找到一份充实的工作，做威彻斯特丧亲中心的情感辅导员，她接触的都是经历过重大挫折的成年人和孩子。爱丽丝和本在当地的公立学校茁壮成长。每天早上5点15分我起床去晨练，然后按时与卡罗尔和孩子们共进早餐。我的晨练—铁人三项运动：在家附近或跑步机上跑步，然后去基督青年会或中学游泳池游泳，或是边看训练视频边骑健身脚踏车—这是我每个工作日的开端，是我独自思考的时间。晨练能使我在办公室时集中精力，减少负面情绪。运动中的我比平时的我更加冷静。

纽约联储的安保人员每天接送我上下班，这可是少有的奢侈，我额外多了两三个小时去看5份报纸，并完成纽约联储的文书报告，还能打私人电话。一开始，司机有时会用他们的警笛使我们一路畅通无阻，即使是在深夜回家时也是如此，不过，我把纽约联储的这项传统也取消了。

不久之后，纽约联储给我的陌生感渐少，我觉得自己不怎么像一个外来户了。我重拾了穿着袜子在办公室来回踱步的旧习惯，有事时直接去同事的办公室谈事情，而不是把他们叫到我的行政套房。我渐渐发现了更多的青年才俊，同时，我也尽量保持着和老同事的关系。我结交了亲密无间的顾问，如梅格·麦克康奈尔，他是我们研究部门的一位经济学家，他非常聪明但又有些粗鲁。还有麦克·席尔瓦，他是一位杰出的律师和经理，后来成为我的幕僚长。我还为我们的市场团队聘请了一位新带头人，他叫比尔·达德利（Bill Dudley），一位经济学家，在高盛担任常务董事，并在日后接替了我的主席职位。我爱我的同事们，他们思维敏捷，做事认真，相处起来很融洽。我偶尔会在银行打篮球联赛，这虽然对我的员工来说有点尴尬，但确实是其乐无穷。第一场比赛结束后回到家，我略显骄傲地告诉卡罗尔：我四投三中。她却嗤之以鼻：他们是不想和老板对着干。

我已经提醒过董事会，我和卡罗尔只参加少量必要的社交活动，以保证我能有足够的精力来胜任工作，这其中包括在曼哈顿各类博物馆为当代的大亨们举行的尴尬的生日聚会。我大多数时候在家吃晚饭，观看前一天晚上的《每日秀》（Daily Show），10点睡觉。然而，看似舒适，我却时时心系这动荡不安的金融系统。

2007年年初，我在北京会见了一位中国的金融监管机构高层。在中国我受到了特别的尊重。在我见他之前，就听说他对美国似乎没有什么好感。

他用普通话说："您的系统很乱。"

他的翻译用英语重复道："Your system is somewhat complex."

我的普通话不太熟练，但我知道"乱"不是"somewhat complex"的意思。

"不。"我对翻译说，"他是说'你的系统很混乱（chaotic）'。"

一语中的。我们的系统是有点混乱。有许多令人眼花缭乱的监管机构设置，以及适合强力政策操纵的政治氛围。还有各种监管漏洞，没有人对整个系统承担应尽的责任。正如布什总统日后所言，华尔街堕落了。金融公司即使知道自己已经面临种种危机，仍然通过不断扩大杠杆及各种风险交易去追逐更高的回报。正如花旗集团首席执行官查尔斯·普林斯（Charles Prince）阐述的："只要音乐还在播放，你就要尽可能随着它的节奏起舞。"

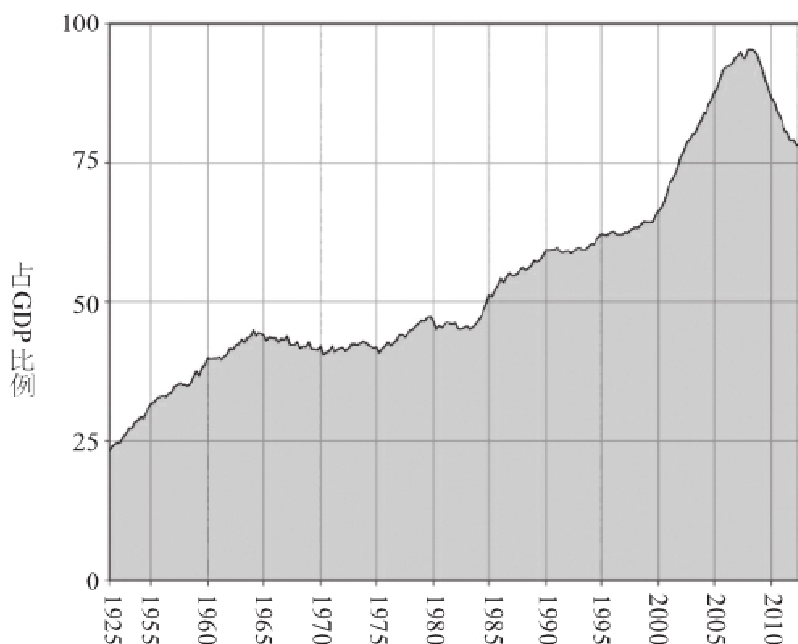
当摩根士丹利的一位高管维克拉姆·潘迪特（Vikram Pandit）在2005年离职时，他在饭桌上表达了一个小众化的观点，私人合伙企业到上市公司的转变是华尔街文化变质的源头，它鼓励高管们专注于每季度的利润及随之而来过高的股票期权价格。他认为我们的金融系统风险太高，这是不得不承认的。高盛的一把手汉克·保尔森在担任布什总统的财政部长前，也和我诉说了他的担忧，尤其是他认为金融系统运用了太多的杠杆。

这是混乱系统的症结所在。整个系统，其实可以说是整个美国都处在借款的狂潮之中。2005年，李·赛克斯和斯坦·德鲁肯米勒两个人向我展示了记录美国经济中信贷增长的图表。其增长之迅猛，让我和李都称之为"富士山图"。记得在2006年8月，当时我找好导游，准备从怀俄明州杰克逊霍尔举办的美联储年度经济首脑会议溜出去用假蝇钓鱼，恰巧那个导游曾经是一个抵押贷款经纪人，他在房地产贷款中的悲惨故事是严峻的现实世界对中央银行峰会学术辩论的一个活生生的补充。

狂热的借款总是金融危机的先兆，大多数美国人在提前享受他们不

可企及的生活。从2001年到2007年，每个家庭平均抵押贷款债务增加了63%，而在实体经济中工资却没有太大的变化。金融系统热衷于把钱借出去，即使是针对低收入或未公开收入的个体，接着把各种贷款打包成同样是以信用作为担保的证券。金融部门现在持有价值36万亿美元的债务，在过去30年间增长了12倍。联邦政府也负债累累，极度消耗资金的布什减税政策、医保扩容以及伊拉克和阿富汗战争将克林顿政府庞大的预算盈余变成了更加巨大的预算赤字。并且我们不断借贷国外资金来支撑美国的进口消费，致使贸易逆差达到了历史新高。

“富士山图”
家庭债务占GDP比例



当我在纽约联邦储备银行时，李·赛克斯和斯坦·德鲁肯米勒定期给我这张图的不同版本，以提醒我美国经济借贷业务的快速增长。我和李称之为“富士山图”，它陡峭的斜度表明信贷的激增。来源：联邦储备委员会（代表家庭和非营利信贷市场）

我在华盛顿经济俱乐部的一次演讲中提到：“不能再让这种来自财政和国际收支的失衡持续下去了。”

大量资金的流入会导致信贷过热，但在我供职于美联储时，货币政策与历史同期相比是相对宽松的。截至2006年1月，我作为联邦公开市场委员会的副主席同格林斯潘主席针对利率和其他货币问题做了一系列

相关的工作，接下来就是和本·伯南克这位来自普林斯顿大学的前经济学教授共事了。每次联邦公开市场操作委员会会议之前，我们都会与睿智的美联储副主席唐·科恩（Don Kohn）讨论战略问题，并评估决议草案和发言稿。在会议休息期间，我们会在主席的办公室里进行讨论并做些细微的修改。在我供职于美联储期间，我赞同通过的每一项货币政策，让我来解释一下我们当时的想法。

美联储肩负着保持低失业率和稳定通胀的双重使命，它通过调整“联邦基金利率”，即银行同业拆借率，来实现这个目标。总体而言，当美联储认为经济萧条时，会降低利率（或宽松型政策）来刺激经济，通过增加货币供给来降低失业率。当经济过热时，美联储会提高利率（或紧缩性政策）来抑制经济，通过减少货币供给来控制通货膨胀。12家联邦储备银行的负责人都会出席联邦公开市场委员会，通过轮流的方式确定其中的5家拥有投票权；纽约联储是唯一拥有永久性选票权的一家。7个由总统任命的美联储理事会委员同样有投票权。实际上，最后的决定基本都与主席的主张一致，理事会只有在极特殊的情况下才会反对。

我初入美联储时，联邦基金利率仅为1%，是自20世纪50年代以来的最低利率。格林斯潘应对美国长期资本管理公司危机、互联网泡沫破灭和“9·11”事件的措施，都是采用大规模释放流动性，这一对策遭到了一系列批判，认为其对市场实施的可预见的增加流动性干预只是在为道德风险创造条件而已。争论围绕着“格林斯潘看跌期权”，给投资者灌输只要市场动荡美联储就会提供一个软着陆机会的想法，从而鼓励他们肆无忌惮地承担过多的风险。“格林斯潘看跌期权”这一名词中使用了“put”这一词，指的是看跌期权合约，意味着如果资产价值下降，投资者仍可以得到补偿。美联储的利率如此之低，风险证券和美国国债之间的风险溢价变得更小，投资者必然会加大杠杆来“追求高收益”。

我在纽约联储就职的前6个月，当时的目标是维持币值的稳定。但在2004年6月，可以明显感觉到经济已经繁荣到不得不采取紧缩政策了，所以每次的美联储会议都会把利率提高25个基点。格林斯潘有一次在电话中说他担心我们的紧缩政策太符合市场预期了，这样恐怕会给民众带去盲目的信心。在关于紧缩政策可能会使市场更乐于持有高风险、高杠杆的资产这一担忧方面，我和他持有相同的观点，但我们别无选择。我们觉得让货币政策的实施看似变化无常毫无意义，这只会使投资者变得多疑进而引发一系列的波动。

当逐渐提高的短期联邦基金利率未能推动长期利率增长时，我们之前的担忧加剧了，这一情形被格林斯潘称为“难题”。伯南克那时是美联储理事会成员，称这是“全球储蓄过剩”的结果，他解释说像中国这样的新兴市场的大量货币涌入导致借贷成本降低，使我们紧缩货币政策的努力付诸东流。我也赞同这个看法。2006年，美联储并没有采用宽松政策来放宽市场，而是将利率上调至5.25%，远高于潜在的通货膨胀率，但这仍然聚集了大量的游资。在许多其他国家，通货膨胀率调整之后的利率为负，由于美国房地产市场高歌猛进，这似乎是多余现金投资的绝佳之处。

那时，我们花了大量的时间来测算信贷和房地产市场泡沫会走多远，以及最后如何结束。美联储的许多工作和学术研究表明，房屋价格的飙升受到经济基本面的支持，全国性的房价暴跌几乎没有历史先例可循。2004年12月，纽约联储研究部提交了一份题为“房价会是下一个泡沫吗？”的报告，结论是不会。报告承认房价会有修正的可能性，但是指出“历史表明区域性的房价下跌不会对整体经济造成毁灭性打击”。6个月后，在一份提交给联邦公开市场委员会的报告中，美联储的经济学家们预测，即使房价下跌20%，对经济的打击也只有当初网络泡沫破灭时约一半的影响。

正如格林斯潘所言，每个人都可以看到房地产市场存在的“泡沫”。众所周知，宽松的贷款政策可以帮助人们用更少的钱买更昂贵的房子。有些家庭用他们现有的房产作抵押，就像取款机一样融资买新房，充分享受格林斯潘期权的好处。日本和泰国曾一味依靠繁荣房地产市场拉动经济发展，我发现他们最终以泪水收场。但是，在我分析了政府如何化解美国范围内房地产价格下跌的风险后， 我不禁倍感欣慰，因为美国在大萧条以来并没有发生过这种情况，我们甚至认为房价下跌的直接金融影响并不是十分可怕。

2006年，我在利率制定的会议上说道，“我们相信，如果没有一些重大的、负面的信息冲击……预期房价降温的影响将会缓和。”

带着一丝恶作剧般的表情，伯南克要我报告曼哈顿合作社价格的疯狂状况，随后众委员都大笑了起来。

“我想可能有些人会对你说已经有一小部分泡沫破灭了”，“但我认为调整不够到位。”至少在当时的情况下不够。

中央银行的传统思想认为在试图抑制信贷泡沫或资产价格泡沫时，像钝器一样的货币政策并不是一个合适的工具。我直到现在也认同这一观点。2006年1月，我在一次演讲中指出尝试使用货币政策来刺破泡沫是不负责任的，更是无效的。那时美联储已经稳步地实施紧缩的货币政策长达一年半之久，但是通过减慢整个经济的增长速度来压低房价或股票价格，就像是丢车保帅。我认为我们不能肯定房价不可持续，或者说，更紧缩的货币政策可以降低房地产价格。

中央银行的银行家们并不能提前识别泡沫，银行监管者也没有这个能力。回顾早些年我在美联储时，当时审查人员通过对在美国的银行发出警示指导，来抑制信贷增长和过度放贷，这样做的效果并不很好。因为，通常警示指导发布在经济过热的顶峰，或者更晚。2006年，美联储开始审查银行系统的商业房地产贷款，这意味着我们对经济过热的识别又晚了一步。社区银行对开发商的贷款已占据相当规模，这个规模数倍于它们的风险缓冲资本。虽然银行监管者发布了一些合理的指导，银行审查员限制社区银行发放额外贷款，但为时已晚，伤害已经造成。

我在北京进行主题为“大乱”的演讲时，美国金融系统中最为狂野的部门之一——次级抵押贷款市场，已经开始恶化。

次级贷款交易的中心是加利福尼亚、佛罗里达和其他一些所谓的沙漠州。纽约虽然不是次级贷款交易的中心，但次贷业务的重心，即次级贷款打包成证券出售给投资者却发生于此地。2007年3月，在夏洛特的一次演讲中，我解释了为何每个人都涉及次级抵押贷款，以及次级抵押贷款支持证券，我们应该担心的是可能会出现的“尾部极端事件”。

我注意到发放次级贷款的银行，通常它们的目标客户是信用状况不佳的借款人，这些银行的激励机制是依据发放次级贷款的金额量，而非次级贷款的质量。这些银行几乎没有考虑过贷款违约的后果，这种忽略影响了它们制定的贷款和承销标准。我也曾警告过，相对于没有次贷的公司，暴露于次贷风险的公司更难以进行风险评估，这是因为金融工具对次级抵押贷款复杂而又创新的细化分割。我又解释了传统银行的一般贷款风险漂移到高杠杆结构化非银行金融工具的过程，在这个过程中“正向反馈”动态的风险得以强化，这种恶性循环可以导致一场金融危机。如果抵押资产价格下跌，公司和投资者需要更多的钱来满足追加保证金的要求，这会导致资产折价出售，促使资产价格更低，依此类推。

但对于2007年3月才发出的次贷危机警告，却为时已晚。我认为提前降低风险唯一有效的方法是监管者确保大型金融公司具有度过危机所需的足够资本和流动性。我说过“最富成效的政策关注重点在于改善金融系统核心的缓冲器”，当时我对次贷危机影响的结论极富成效且令人心安：“不过到目前为止，几乎没有迹象表明，中断信贷市场的某一个部门将会对整个信贷市场产生持续影响。”

未来几个月，次贷危机的迹象将会随处显现。但美联储工作人员并没有将次贷风险标记为主要的系统性风险。本·伯南克在3月晚些时候表示其影响“似乎已经被控制”，这句话在今后一直被批评者们所引用。前高盛总裁、布什总统的财政部长汉克·保尔森对于次贷风险盲目乐观，即使在2007年春季过后还是如此。次贷市场规模只有抵押贷款市场的1/7，美国金融资产交易量共计55万亿美元，次贷市场仅占1万亿美元的规模，它似乎没有传染到其他活跃的信贷业务上。3月份我的工作人员报告说，“事实上，消费者贷款的拖欠率和贷款损失仍然非常低”，“绷紧的迹象在次贷领域继续增加，但似乎仅出现在这个领域。” 2007年4月18日，我领导的金融风险委员会得出的分析结论表明，如果整个次贷行业遭受损失达14%，仅富国银行和汇丰银行的高质量资本就将损失10%以上。

次贷行业的最终损失高于14%，尤其是在集中了最高贷款风险的结构性金融产品上损失更为严重。而相比于次级贷款，抵押贷款损失更为严重。尽管广泛的共识和长达7年的历史都表明房价不会在全国范围内下跌，但事实正好相反。这一点经常被视为我们最严重的误判，严重性是因为金融系统将涉及很多后续问题，包括抵押贷款和抵押贷款支持证券。但这还不是我们最严重的错误。

虽然我们不希望全国性的房地产泡沫破灭，但我们仍对美国房价大幅下跌进行了场景分析。不幸的是，我们得出的结论是，房价大幅下跌对金融系统和整体经济的影响相对温和。我们没有预见到房价下跌就会引发广泛的抵押贷款违约，并导致银行系统出现重大问题，因为我们没有研究最初对次级抵押贷款的恐惧和普遍房价下跌可能会诱发一次典型的金融恐慌。随之而来的是家庭财富的贬值和整个经济体的崩溃。这正是金德尔伯格的书中所描述的危机弧形带：狂热，紧随其后的是恐慌，最终以崩溃结束。这就是1990年我在财政部时所看到的新兴市场危机中出现的死亡旋涡。

众所周知，当一般信贷市场，特别是抵押贷款信贷市场出现长期繁荣时，大众普遍认为房价永远不会下跌。我们敏锐地意识到杠杆的危险性是建立在整个金融系统上的，特别是在监督不够完善的角落。但是我们没有充分理解非银行金融机构运营的短期融资方式，或者说面对非银行机构的危机，我们的银行系统是如此脆弱。我们容易恐慌，我花了数年时间关心我们的脆弱之处，但最终我们比所意识到的更加脆弱。

我们也未能预见到大萧条的残酷性，以及金融系统和宏观经济在相关问题上的衰退反馈循环。仅仅是房价下降不可能引发大规模的抵押贷款违约或银行系统大萧条般的损失，但随着失业率增加和失业房主错过付款，实际和预期的抵押贷款损失也随之增加，触发追加保证金和抵押贷款相关资产的抛售，使得经济、失业和房地产市场变得更糟。我们没有准备好应对这样的恶性循环。

你可以认为我们预期失败的主要原因是缺乏远见，就像未能预见恐怖分子开着飞机撞大楼的“9·11”事件。几个世纪以来，严重的金融危机以多种形式发生在多个国家，总会导致很糟糕的结果。我所谈论的尾部风险，虽然是负极端的压力情景，但实际发生的仍比我们想象的更糟。当模型告诉我们只有大萧条般的冲击才会导致银行系统的危机时，我们应该更多地考虑大萧条时会发生什么事件，无论这类事件有多么不可能发生。当分析结果告诉我们金融系统已经做好准备，能够承受住房损失时，我们更应该努力地思考这种损失会引发恐慌的可能性。

这并不是说在危机降临时我们就可以袖手旁观了。纽约联邦储备银行是整个监管系统中要求降低金融系统脆弱性的源头。即使在高度繁荣的信贷市场和高杠杆的抵押贷款相关市场，我们也尝试着逆风向调节，鼓励大型银行和非银行金融机构做好最坏的打算。我们认识到系统中存在大量的导火索，尽管我们很迟才看到次贷损失可能点燃这个火药桶。

所有这些都还不够。最后，我们仍然坠落到18层地狱里。当然，我们可以更有先见之明，更加有力，更有想象力。但我们只是普通人。我们有限的权威让我们只有有限的选项。几十年来，美国政府允许金融系统超过监管限制膨胀发展。而金融稳定不能依赖于无所不知的管理者去预先识别和消除任何潜在的危机来源；它需要能够保证整个系统在暴风骤雨前屹立不倒的保障，以及政府可以用来限制损失的工具。

虽然我们已经看到暴风雨即将到来，但是金融系统的安全保障措施

仍是非常不充分的，需要根本性改革。

2007年夏天，次级贷款市场崩溃了。

那些 “无证明贷款”（没有收入证明）、“骗子贷款”（虚报收入）和“忍者贷款”（没有收入、没有工作、没有资产）的借款者陆续发生违约。第二大次级贷款公司新世纪金融（New Century Financial）破产了。而最大的贷款公司，美国国家金融服务公司（Countrywide Financial）则宣布现金短缺。与此同时，次级抵押贷款支持的保险债券价格走弱，促使评级机构标准普尔警告称，数以百计的此类债券可能会面临评级下调。同时，两家由贝尔斯登背书的大型对冲基金在次贷投资损失之后崩溃了。不可思议的是，其中一家竟然被称为优化杠杆基金（Enhanced Leverage Fund）。

我对此丝毫不感到震惊，甚至没感到遗憾。过热的次贷市场早就需要降温，那些购买次贷证券期待高回报的投资人都是法定成年人了。现在浮出水面的风险溢价在此之前长时间被低估，鼓励多贷款以创收。此前“优化的杠杆”被当作投资工具的卖点而不是对风险的警告，这是多么荒谬的一个信号；这就好像用失灵的刹车来命名一辆新车。在2007年8月7日的美联储利率制定会议上，我把次贷危机中的动荡描述为“一次必要的调整，总体而言是一项健康发展”。

但我也警告委员会说，这种动荡可能会由于信贷收缩和流动性紧缩而造成“潜在的重大损害”。“观察到更多的大型金融机构可能破产，企业和家庭正逐渐失去信心。”我注意到投资者对于是否有能力正确评估抵押贷款风险逐渐产生怀疑，不光是对市场能够正确评估复杂的抵押贷款证券，也对那些曾信誓旦旦保证证券安全的评级机构产生怀疑。我还说我们正在进入一个新的充满不确定性和风险的领域，“很多这类风险都进入到只能承受很少冲击的杠杆基金中去了。”

尽管我比大多数同事对此更为担忧，但我的担忧还太轻了。那天会议上的争论不光是降低利率。当时失业率仅仅是4.7%，因此似乎不需要立即对市场施以援手。争论的焦点是是否要向市场暗示在将来会降低利率，而大部分委员倾向于等到市场上的这种破坏真正损害经济之后再宣布。“如果我们采取这种方式，”我警告说，“那一切都太晚了。”但是联储还没有准备好暗示市场未来有降息的打算。在官方声明中，委员会这样说，“经济增长的下行风险有所增加。”但坚称持续的通货膨胀比经济

衰退更值得担忧。

我感到很不安。我敦促市场要谨慎。但是我没有坚持采取行动。我甚至承认说，“如果不提及关于宏观经济基本面或金融系统潜能方面的担忧”，就很难降低公众的热情。我不希望被认为太悲观或者太迫切。

但我不必等太久。

8月8日，我去探望科德角的家人，这也是10年前泰国金融危机爆发时我待的地方。第二天，我的幕僚告诉我说，世界上最大的金融机构之一，法国巴黎银行（BNP Paribas）限制投资者从它旗下3家拥有大量美国次贷头寸的投资基金提款。次贷市场崩溃了。法国巴黎银行宣布，它甚至不能对以次贷担保的证券合理估价，理由是这些市场的流动性“已经完全消失”。银行说次贷资产已经无法估价，这比说资产价值下跌20%或30%要糟糕得多。这加剧了次贷资产及其他美国抵押贷款支持证券的不确定性风险，同时形成了一个更大的流动性危机，相比之下，两天前我对美联储同事的警告显得太温柔了。

如果说法国巴黎银行的公告只是使我感到困扰，欧洲央行反应的力度真的吸引了我的注意。欧洲央行（European Central Bank）在前法国金融官员让–克劳德·特里谢（Jean-Claude Trichet）的领导下成为一家坚实、保守的中央银行，我在财政部工作的时候就认识此人。欧洲央行一般不愿意介入对经济或金融系统的支持，但现在它不再保守。首先，它宣布将以折扣价无限量贷款给任何有需求的银行，这是一项前所未有的向银行系统注入流动性的举动。然后宣布将注入950亿欧元现金，大约是1 300亿美元。

哇?！我听到这个消息的第一反应是一连串的咒骂。我知道特里谢不会因一时兴起而拿出如此巨额的资金。这并不仅仅是美国抵押贷款市场边缘的一个小问题。

我胃里感到极不舒服。我知道金融危机到来会是什么感觉，就是现在这样的感觉。



大约1966年，一家人在位于马里兰州贝塞斯达的家里。我的父母黛博拉和彼得；我的姐姐莎拉；以及我的双胞胎兄弟乔纳森和戴维。我就读于位于同一个社区的伍德阿克小学，我和卡罗尔从日本回到美国后也住在这里，我们的孩子在同一所学校上学。



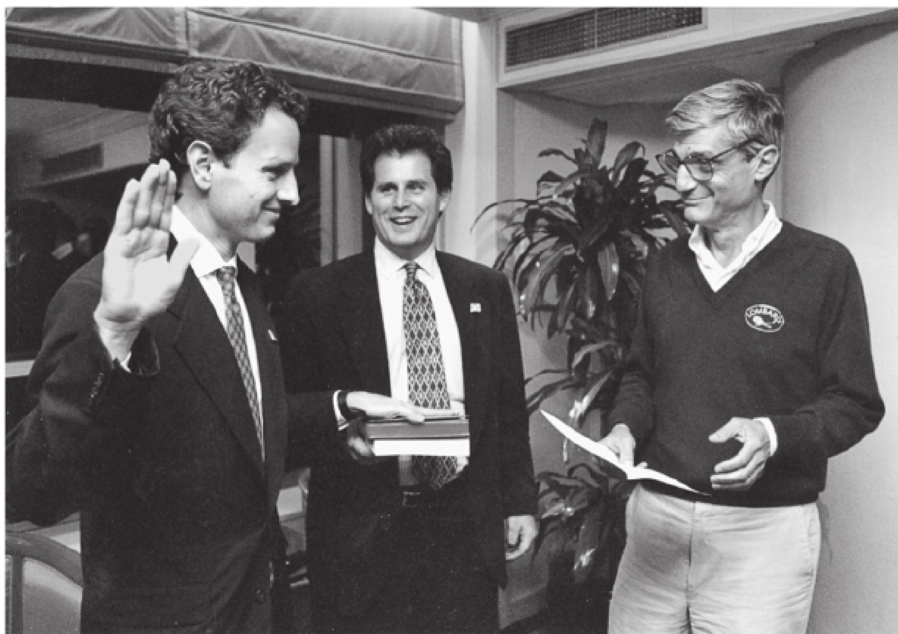
性格形成期住在印度新德里，1968~1973年。我在美国国际学校上学，从二年级一直到六年级。



1983年6月，和卡罗尔·索南菲尔德在达特茅斯的毕业典礼。



我们在马萨诸塞州奥尔良度过的一个假期，1996年，科德角，我和卡罗尔以及我们的孩子本杰明和爱丽丝。



1997年9月，中国香港，时任财政部长鲍勃·鲁宾在世界银行集团——国际货币基金组织年会上忙里偷闲，帮我宣誓就任财政部负责国际事务的助理部长，副部长戴维·利普顿做了见证。



2000年下半年，我和负责国际事务的同僚泰德·杜鲁门（坐在前排）以及马克·索贝尔（站着）一起在财政部安德鲁·约翰逊套间内——这是我作为财政部副部长时的办公室，同时也是1865年安德鲁·约翰逊在林肯被刺后继任美国总统时使用的临时办公场所。



2008年8月22日，怀俄明州杰克逊霍尔的美联储经济座谈会年会，我和主席本·伯南克在一起。



2008年11月25日，布什政府和奥巴马政府过渡期间，我在财政部长汉克·保尔森的办公室里，之前我被当选总统奥巴马提名为财政部长。



2009年3月15日，星期天，白宫罗斯福厅，与总统一起开财政政策的马拉松式会议。与会顾问包括（坐起）：吉恩·斯珀林、拉瑞·萨默斯、我、克里斯蒂娜·罗默、李·赛克斯、杰瑞米·斯坦、萨姆·汉森、玛丽·古德曼、斯蒂芬妮·库特尔、戴维·艾索洛。

2009年3月24日，国会听证会，关于公众对于AIG奖金事件的愤怒，坐在一起的有美联储主席本·伯南克和纽约联储主席兼首席执行官比尔·达德利。


BAIL ME OUT
WHERE'S MY PENSION
Canon
Canon



BAIL ME OUT
BAIL ME OUT
ME OUT
WHERE'S MY JOB?
WHERE'S MY JOB?
BAIL ME OUT
DROWNING IN DEBT
Canon



2009年3月31日，在前往伦敦参加奥巴马政府首次G20领导峰会的路上，在“空军一号”上向总统奥巴马做简报，同行的还有国家安全顾问汤姆·唐尼伦。

1. 美泰克（Maytag），美国一家拥有百年历史的家电企业。美国人认为美泰克生产最好的家用电器，很少需要修理，使用寿命很长。—编者注

STRESS TEST

Reflections on Financial Crises

第四章 火在烧

中央银行应该扮演经济繁荣时的刹车角色，就像当派对进入高潮时要取走大酒杯一样，免得玻璃碎片满地，一地鸡毛。但当金融恐慌气氛蔓延，流动性开始消失，中央银行则应该起到加速器的作用。

沃尔特·巴杰特（Walter Bagehot）于1873年出版的著作《朗伯德街》（Lombard Street）被誉为中央银行的《圣经》。在书中他分析道，停止挤兑的方式就是向世界宣示没有挤兑的必要，在橱窗里向大众展示现钱，只有“自由、大胆地借贷，公众才会感到你会继续借贷”。贷款应该是昂贵的—巴杰特建议收取“惩罚性利率”—所以一旦恐慌消退，从中央银行贷款在经济上应该是没有吸引力的。像任何中央银行贷款一样，它们应该由可靠的抵押物担保。但我们的目标是当私人市场冻结时，通过提供流动性给需要偿付能力的金融机构以维持金融系统的正常运转。2007年8月9日，欧洲央行就是这么做的。美国住房抵押贷款的巨大风险敞口以及许多银行流动性失血，使得债权人惊恐地撤出欧洲的银行。欧洲央行告诉他们：我们有现金。如果你们有需要，就来取吧。

美联储主席本·伯南克信任巴杰特，他相信在危机中，如果中央银行家们不能采取正确的行动，危机就会呈指数级别恶化！在其学术生涯中，伯南克一直是研究大萧条的首屈一指的学者。他在普林斯顿大学的研究显示：20世纪30年代，中央银行家们都太胆小、太顽固而不能提供

流动性，太坚信于那段时期紧缩银根的正统观念，而允许大规模的银行倒闭和阻塞信贷通道，使金融危机转变成一场经济灾难。本·伯南克是一个低调的家伙，他不易歇斯底里或情绪夸张—我称他为中央银行之神—但他坚决不去重复以前中央银行所犯的错误。尽管我们的个性和背景完全不同，但我们可以互相取长补短。他的长处正好是我的弱点，他的耐心与我的不耐烦相抵。在整场危机中，我们近乎完美地协调工作。我们彼此信任。

在一次早上的通话中，本、唐·科恩和我都同意有必要澄清：美联储也乐于向美国市场注入流动性。恐惧感蔓延贯穿于金融系统，特别是在触及住房市场的角落。由“不合格”的抵押贷款支撑的有价证券，并不是由房利美和房地美担保的，这些证券正变为一张废纸，没有人知道它们价值几何，所以几乎每个人都在逃离它们。一些金融机构把这些有价证券作为短期贷款的担保物，或者在对证券价值的乐观假定的前提下设定相应的资本金，这些做法对于金融机构来说是很危险的。当时在向美国证券交易委员会提交的文件中，美国国家金融服务公司称抵押贷款遭遇“史无前例的毁灭”。房地产泡沫破灭的感觉就像一场狂热的终止，而目前对房地产相关投资的强烈抵制，感觉则像恐慌的开始。

任何危机在开始时都会不可避免地陷于误诊的迷雾，你也许能识别某些脆弱迹象会导致严重的危机，比如资产价格的暴涨和杠杆率的戏剧性扩张，但你不能够确认最初的市场混乱是健康的调整，还是整个系统的崩溃；是适度经济减速的预兆，还是更糟的某种情况。有序地对过热市场去杠杆化是件好事，尽管一些大公司在此过程中会破产。资本主义经济就应该这么运转：脆弱、虚胖、经营不善的企业给充满活力的竞争者让路。创造性的毁灭过程会给幸存者灌输纪律意识。但是，如果担忧与不确定积聚了太多能量，有益健康的修正就会失控。你不希望中央银行反应迟钝，任由其存款人和债权人通过挤兑导致一连串的灾后大甩卖，企业出于对现金的渴望而不得不在低迷的市场中出售资产，从而进一步压低资产价格，导致更多的现金短缺和更疯狂的甩卖，一旦这个动态的银行挤兑和市场甩卖开始，就将如脱缰的野马难以控制，并使经济付出巨大的代价。

也就是说，如果央行将每一次骚动干扰视为一次潜在的灾难，麻烦的迹象一出现就火速施救，那么这将产生真正的道德风险—鼓励鲁莽的冒险，扶植没有生存能力的“僵尸”银行，使泡沫再度膨胀，且经济急剧

衰退，最终导致下一次规模更大的危机。中央银行的过度反应甚至会适得其反，加剧而不是缓和担忧，如果政策制定者的行为使情况看起来可怕，市场有时会相信情况必然是可怕的。最好对某些干扰置身事外，就如我们在2006年9月所做的那样，那时关于天然气期货的坏账使得对冲基金巨头不凋花顾问公司（Amaranth Advisors）破产。这看起来像一个一次性的不良风险管理导致的特殊伤亡案例，不太可能会波及金融系统的其他部分。而实际上它是会发生的。

2007年8月的情形似乎更危险也更具系统性。我们很快就向美国的金融系统注入620亿美元—虽然没有像欧洲央行倾注欧洲的资金那么多，但足以传达一个信息：我们正在应对危机。这项由中央银行向市场逐步注入流动性的早期应对措施，既相当温和也非常传统。然而，联邦公开市场委员会（FOMC）的一些同事已经认为我们过于激进，从而引起一场辩论，这使人联想到亚洲金融危机期间我们对道德风险的讨论。在10日早上的电话会议中，达拉斯联储主席理查德·费舍尔暗示，我们在不求回报地帮助银行，在目前市场没有对于获取更多贷款理由的承诺或将来采取更负责任的行为之前，我们如此注入流动性收效甚微。他说他希望我们确保“不发送任何无差别对待……的信号”。

“我认为那不是思考问题的方式。”我说。我们需要发出现金是充沛易得的信号，以帮助融化伯南克所谓的抵押贷款市场中的“一般冻结”，这样流动性短缺就不会产生资产被迫甩卖和资产价格下跌的恶性循环。这意味着无条件承诺提供市场运行所需要的流动性，即使这真的让我们看起来是无差别的。“你不可能在不破坏其基本权利的情况下对注入流动性设置条件。”我说。

费舍尔的不安使我们的未来笼罩上一层阴影。即使在美联储内部，我们也很容易受《旧约》与道德风险批判的影响。某一天当我们陷入危机中，一些人却早已经认为我们在放纵那些犯事者。这就是经济总是处于危机中的原因。我产生了那熟悉的令人恶心的不祥之感。

我回到纽约去参加那些熟悉的铺天盖地的战略会议。我记得在一次紧张的电话会议中，卡罗尔打来电话告诉我，蝙蝠正在我们的海角别墅里乱飞，吓到孩子们了。她因得了钙化性肌腱炎而身体虚弱，这使她的手感觉像被一辆卡车碾过。这种疾病使她没法驱赶蝙蝠或独自管教孩子。我又一次因为不在家而不能陪伴左右，正如当初我们的孩子还是婴儿时那样。在未来几年内，我也很少在家。当我回家晚了，我还是把手

机放在耳边，一边通话一边穿过家门。我的哥哥乔纳森曾经说，在家庭聚会上看到我的那一刻，他总能区分我的心是否真正在场。2007年8月以后，我通常心不在焉。

对将来不确定性的担忧让我不知所措，这种情况比我在财政部与危机作斗争的时候还要糟糕。我知道美国的金融系统杠杆化比例很高，因此非常容易遭受人们心理突然发生转变的打击。我不认为我们有消除这种恐慌的对策。并且我知道，还有许多事情我们一无所知。

例如，加利福尼亚的贷款人美国国家金融服务公司事件，直到8月15日晚上才引起我们的注意，那时候它差一点就让美国整个金融系统陷入瘫痪。

美国国家金融服务公司不仅是最大的次级抵押贷款人，也是最大的抵押贷款人，在2006年一度发放将近5 000亿美元的贷款。《财富》杂志曾经称它是“23 000%股票”，表示对其20年来惊人增长的致敬。它拥有一家中等规模且有着存款保险的银行，通过重组已成为一家储蓄银行，使以监管宽松著称的储蓄机构监理局成为它的监管者。但是其大部分的业务很大程度上是由其非银行分支机构来完成的，这些业务属于不受监督的抵押贷款市场的荒蛮领域。这是分割监管的典型案例：足够重大的问题，但没有一个负责任的监管者从整体上监管该机构及其对整个金融系统的潜在风险。纽约联邦储备银行不能监督美国国家金融服务公司的任何业务，但它却将给我们带来麻烦。

那时抵押贷款业务逐渐变得具有辐射性，美国国家金融服务公司的商业模式都与抵押贷款有关：发起抵押贷款，服务于抵押贷款，销售抵押贷款；把它们打包成证券，交易这些证券，并利用这些证券作为抵押品来借入资金支持其他业务的运营。并且美国国家金融服务公司已经在美国范围侵蚀了传统的贷款标准，将外国的抵押贷款放给信用级别模糊不清的家庭。在7月下旬，数据表明次级抵押贷款拖欠率已经在3个月内增加了一倍；美国国家金融服务公司首席执行官安吉洛·莫兹罗（Angelo Mozilo）告诉投资者，房地产市场的情况是大萧条以来最差的。当投资者意识到即将蒙受那些意想不到的损失，美国国家金融服务公司便成为一个明显的挤兑目标。

2007年3月，在夏洛特的演讲上我曾经表示出对于次级抵押贷款者的担心，他们售出所有的贷款并没有考虑违约的金融后果。后来一些批

评家将危机归咎于“销售为王”的模式——贷款人缺乏考量借款人长期信誉的激励机制，因为这些贷款人并没有“风险共担”机制。这是一个问题，但是美国国家金融服务公司拥有“风险共担”机制，只是并没有充分分散那些已经生成的风险。它就像一个毒贩子，只关心多卖毒品以牟取暴利，其主要问题不是激励机制缺失，而是理念错误——基于房价会脱离地心引力无限上涨并带来长期盈利这一影响深远的幻觉。

因为美国国家金融服务公司依赖于不稳定的、易撤走的短期资金，这个问题就变成了一个现实性的危机。公司通过发行商业票据筹集了很多营运资金，这种票据通常是不超过9个月期限的公司借据。通常情况下，在到期时贷款人会为其商业票据进行展期，更新借据，当然这也不一定。美国国家金融服务公司也是通过被称为“三方回购”的复杂市场进行自我融资：卖出证券的同时，同意在约定的时间再次购回，通常最快的情况是第二天就买回证券——本质上是通过把证券作为抵押品借款一整晚。大部分公司的运作就像一家没有存款保险、资本率很低的银行，主要依靠资金提供者的信心，而他们可以随时决定停止融资。

8月初，美国国家金融服务公司的一些贷款人拒绝将其商业票据进行展期操作，从而迫使其出售资产来偿还债务。8月9日，美国国家金融服务公司称之为“史无前例的毁灭”。第二天，我从美国国家金融服务公司的监管者储蓄机构监理局局长约翰·赖克（John Reich）那里收到一封乐观的邮件，表明公司不仅是安全的，而且准备从其行业剧变中获益。“从长期来看情况是乐观的，因为竞争者会大量减少。”他写道。赖克补充说，另一家明显有问题的储蓄机构华盛顿互惠银行正处于“克服当前困境的良好状态中”。

到8月15日，美国国家金融服务公司的债务违约担保成本在短短一个月内就增加了8倍。此前持乐观态度的一位美林证券分析师发布了一份题为“流动性是阿喀琉斯之踵”[注]的报告，警告现金压力可能迫使美国国家金融服务公司破产。莫兹罗坚持认为他的公司没事，指责分析师是在剧院里叫喊失火了从而引起大众的恐慌。但是当信心消失之后，就很难再找回。就如巴杰特所写的，“每个银行家都会知道，如果他不得不证明自己是值得信任的，即使辩解的理由再好，实际上他的信用也已经没有了。”

那天晚上，发生了一周内的第二起令我震惊的事件。我的顾问汤姆·巴克斯特（Tom Baxter）走进我的办公室告诉我，纽约梅隆银行（美国

国家金融服务公司的三方回购清算银行）扬言在第二天上午不会解除与公司的450亿美元回购协议。这在此前从未发生过，而这将造成灾难性的影响。

在三方回购中，纽约梅隆银行所起的作用大部分是操作上的—将现金和证券在借款人和贷款人之间来回转移，为抵押品定价。但是在安排交易时，它也给借款人提供了白天数小时（或者是一天之内）的信用。它现在就是要告诉全世界，在那几个小时期间，它已无法承受美国国家金融服务公司破产的风险。梅隆银行没有把现金还给货币市场基金和其他隔夜借钱给美国国家金融服务公司的投资者，而是扬言要把金融公司放在银行的证券抵押品还给贷款人。美国国家金融服务公司将会因一次潜在的失去信心造成的致命否决而遭受污名。而借给公司短期资金的货币市场基金和其他投资者也会因他们不想要的证券抵押而陷入困境，其中包括一些价值已经暴跌的抵押贷款证券。他们开始从其他类似于美国国家金融服务公司的公司撤离，触发了2.3万亿美元的三方回购市场的挤兑。

那天晚上，我和同事在纽约联储打了很多电话，试图说服梅隆银行松绑回购协议，同时试图思考如果协议不松绑应对市场反应的对策。我打了37个电话，最后一个是在凌晨2点32分，包括与本、唐、莫兹罗、梅隆银行首席执行官何瑞德（Gerald Hassell），以及美国国家金融服务公司的银行家们的多次对话。

我们都很担心减价甩卖的动态效应。货币市场基金需要保持流动性，而且不能持有长期的风险资产。如果货币市场基金被美国国家金融服务公司的证券套牢了，就会被迫立刻将证券出售给正在下跌的市场。这会对价格产生更大的下降压力，给拥有抵押贷款敞口的公司造成更多的问题，并且会加剧对金融系统偿付能力的担忧。这是非常可怕的。但是美国国家金融服务公司3/4的抵押品是特别安全的美国国债或者是几乎同等安全的由房利美和房地美发行的证券，这是隐性的联邦政府担保。这会使情况变得更可怕。那天晚上一位银行家对我说，梅隆银行对由国债占主导地位的组合的担忧是对恐慌的经典定义。没有人会质疑国债的价值，但是恐惧取代了贪婪，而认知变得比现实更重要。不顾其抵押品的质量，机构不愿意拥有美国国家金融服务公司的风险敞口，甚至是拥有造成其风险敞口的形象。

梅隆银行和美国国家金融服务公司都敦促美联储出面干预承担风险

以保护金融系统，这将成为整场危机中反复出现的主题。梅隆银行的高管表示，如果美联储保证承担公司所产生的日内信用风险敞口，他们将会对美国国家金融服务公司的协议展期。如果美国国家金融服务公司破产，美联储将要对纽约梅隆银行进行损失赔偿，因为他们还陷在其中。梅隆银行基本上是要求美联储站在整个三方回购市场背后，因为如果我们支持了其中一家公司，就得支持所有公司。同时，美国国家金融服务公司向美联储请求紧急救援。其储蓄机构是有贴现窗口资格的，但现金压力存在于其非银行部门，我们不能帮助他们，除非允许他们将资产从他们陷入困境的非银行机构转入储蓄机构。或者除非我们同意那些分支机构直接贷款，这需要引用《联邦储备法》的第13条第（3）款，即“异常和紧急的情况下”的条款。

我们想了想，在与华盛顿方面磋商后回绝了。自从大萧条以来，我们没有贷款给非银行机构，现在就采取特别的措施还太早。我们一直摸索着，试图弄明白事情有多糟糕。毕竟，金融危机的反应是在战场上的实践。目的不是为了不顾可行性去拯救每一家大公司；这会导致道德风险，它可以在系统中持续膨胀并且增加未来危机的风险和强度。我们的目标是确保传染效应不会失控，避免导致健康的部门被病魔吞噬。而美联储是最后贷款人；美国国家金融服务公司还没到别无选择的地步。它还从银行财团获得了115亿美元的信贷额度。莫兹罗担心花光现金会显出弱势也是情有可原的，但信贷额度的作用是在紧要关头提供流动性。美联储怎么会调用紧急权力来帮助不采取自救措施的非银行机构呢？

那晚，我第一次和莫兹罗交谈，而这个电话让我想起了10年前亚洲金融危机时我和泰国困惑的财政部长的第一次交谈。莫兹罗似乎不知所措，而且对于正在发生的事不清楚。就像我在危机期间打交道的许多绝望的首席执行官，他主要关注的是政府能够如何帮助他的公司，并平息市场因此而产生的不安。与那些实际存在的问题相比，他似乎更关心评论家所指出的美国国家金融服务公司的弱点，这有些舍本逐末。

到了午夜，我们还是有了一个可行的解决方案。梅隆银行是三方回购中的两家清算银行之—另一家是摩根大通—而我们清楚地告诉梅隆银行的高管，拒绝松绑协议不仅会损害他们自己的利益，也会冲击金融系统。如果货币市场基金开始重新评估他们对三方回购中资金安全性的假设，并撤出现金，这会威胁到梅隆银行的核心业务之一，并造成梅隆银行对其他借款人的致命风险敞口。最终，纽约银行同意松绑协议，前提

是美国国家金融服务公司追加提升其担保物价值。美国国家金融服务公司同意为此而降低信贷额度。开盘时，美国国家金融服务公司的股票价格继续下跌，但美洲银行的20亿美元投资很快缓解了崩溃的恐惧。在1月，美洲银行又以40亿美元购买了公司剩余的部分。

美国国家金融服务公司的事件预示着在危机中随之而来的是什么。这也昭示了我们在解决传统银行系统以外问题上的无力—这样的问题带来的冲击会危害银行和非银行机构。它也揭露了整个金融系统已变得多么依赖于脆弱的短期资金协议，这是每次金融危机的一个主要致命伤。结果表明，这种脆弱性，甚至扩展到担保融资市场—至少在原则上，贷款决定的依据是借款人的抵押品，而不仅仅是其潜在的信誉度。

在纽约联储，我们在担心三方回购的风险上浪费了很多时间，尽管风险在10年内已扩大了10倍，但在最严重的漏洞上我们没有取得进展。在“9.11”恐怖袭击后，梅隆银行有了操作上的问题，我们花了很多时间，试图去确定如果两家清算银行中的一家发生物理方面或金融方面的问题，市场是否仍能运作。但我们从来没有想出一种方式，可以在主要借款人对市场失去信心的事件中，使三方回购因挤兑造成的损害更小，即使一些企业最终一次性融资价值超过4 000亿美元的证券。

我们对资产担保商业票据市场的关注已经很少了，在我的美联储任期内，几乎翻了一番，达到了1.2万亿美元。一般来说，我们倾向于认为担保贷款市场相对稳定，但是使其稳定的担保物现在是不稳定的根源。因为很多支持商业票据的资产与房地产业是有关联的，整个市场已经处在压力之中。在一个星期内，国债与资产担保商业票据收益率之间的收益差已从35个基点飙升至280个基点。

我几乎没花时间来熟悉货币市场基金带来的风险，这个市场的资产已累计超过3万亿美元，而且在许多方面在像银行一样运作。它给投资者提供了一个类似存款账户的账号，你能够随时以一个稳定的价格从这个账号里取出你的钱，而它们会用你的钱投资那些有风险或者非完全流动的证券。这使得它们没有存款保险或者银行所享有的贴现窗口这类保障途径—同时它们也不需要面对监管和资本充足规定等银行因享受权利而产生的制约。但是，货币市场基金在美国证券交易委员会的监管范围之内，尽管保罗·沃克尔和其他人认为它们会对系统造成很大的危害，但我却从不这么认为，在我看来，我们周围有很多严重的危害，比如投资银行。但是货币市场基金已为系统性风险的其他源头提供了大量的资

金。

如今我们认识到这类基金可能会带来危害，在美国国家金融服务公司事件后的一个晚上，联邦公开市场委员会召开的一次视频会议会上，我们市场部的新部长比尔·达德利提醒说，抵押贷款相关的损失“势必会造成这些基金跌破面值”，这意味着它们将不能按照投资者理所当然认为的每股一元的固定价格偿还存款。“最糟糕的情况是，这甚至会导致这些基金陷入挤兑困境。”达德利说道。

即使在这场危机的早些时候，美国的金融系统看上去也比我们常常吹捧的要脆弱。市场上的资金都在向安全的地方流动，寻求转变为现金或者低信用风险的类现金工具，它们极力回避那些被抵押贷款，尤其是次级抵押贷款所腐蚀的非流动性证券。很多被挤兑的金融工具都曾经因为有很高的评级而被认为很安全，而当投资者对安全的认知发生转变的时候，他们就会想要拿回自己的钱。虽然不是所有的都能够兑现，但是已经发生的挤兑足够使金融系统变得极端脆弱了。

我从过去的金融危机中了解到，金融动荡可能会给整体经济带来巨大的危害。对于个人和企业，信用贷款早已经收紧。在同本·伯南克和唐·科恩的会谈中，我们都同意需要尽快实施宽松的货币政策，但是问题在于是立即降低利率，还是等到下一次联邦公开市场委员会会议之后再下调。由于失业率仍处在4.6%，大部分私人预测者预计经济增长还会持续，在下次会议前就降息显得很不成熟，而这可能被解读为恐慌。伯南克担心这会被认为是对风险偏好投资者的救助，弥补他们遭受的损失，同时释放保护他们未来免遭损失的信号。

在那个时候，我们最紧迫要解决的问题还是如何防止金融系统内的流动性被快速侵蚀。我们当时决定立刻尝试一些不同寻常的方法：降低银行从美联储贴现窗口借款的惩罚利率。这个“贴现率”通常设定在联邦基金利率之上，以限制其仅在紧急情况下使用。我们提议把贴现率降低0.5%，这可以削减那些害怕因为使用贴现窗口而释放陷入困境信号的银行的不良特征，我们同时还放宽了贷款条件。我们希望银行能够尽可能地保持流动性，从而能更好地去发放贷款，同时我们也希望市场能够看到—美联储在行动。

8月16日，伯南克和科恩在联邦公开市场委员会视频会议上提出了这个变动方案，但是似乎并没有引起多大反响，不过我们的一些同事似

乎很不满。在某一刻，里士满的联储主席杰弗里·莱克（Jeffrey Lacker）就我们期望银行会做出怎样的反应提出一个问题。他对我说："盖特纳副主席，你的意思是不是说他们不清楚我们在想什么或者不明白我们可能要对贴现率做些什么？"

"是的。"我回答道

"盖特纳副主席，今天下午我与美洲银行的总裁兼CEO肯·刘易斯（Ken Lewis）聊天的时候，他说他很感激蒂姆·盖特纳通过贴现率工具的变化所做的安排。"

莱克实质上是在指责我泄露改变贴现率的计划。但我并没有泄密，不过我曾在早些时候和银行家以及市场参与者们进行了一系列会话，其中有些人建议我想办法利用贴现率窗口，而我则问他们如何让市场接受这些想法。我绝不会提前泄露我们的行动。但是莱克的愤怒可以理解，因为他首先是从里士满联储所辖银行的一位CEO口中听到了准备利用贴现窗口的传言。

联邦公开市场委员会里这种紧张且不满的状态是会议另一个反复出现的主题，这让我想起20世纪90年代新兴市场危机时，很多欧洲官员对美国和国际货币基金组织管理层更改援助计划表示愤怒。伯南克、科恩和我，以及美联储理事凯文·沃尔什（Kevin Warsh）这位经常参与我们决策会议的前摩根士丹利投资银行家，有时会花几周的时间一起研究那些我们在公告发出前夕才会与联邦公开市场委员会其他人分享的想法。就当时的情况来说，结果通常令我们满意，不过由于我们缺乏与他人协商，这往往会加剧政策讨论时的不和情绪。

莱克同时也反对我们的方法，这是之前联邦公开市场委员会内部真正分歧的反映。分歧的一部分在于纽约的金融创伤将对整体经济造成风险的程度，另外一部分则在于相对带来的道德风险，缓解流动性风险所带来的收益是否值得我们这么做。那次会议上，我们预期发布的声明将警告经济放缓的风险正越来越明显，而没有提到通货膨胀的风险，莱克对此感到很困扰。"我还遗漏了什么吗？"他带有嘲讽意味地问道。

"没有。"伯南克冷冷地回答道。

莱克是那些鹰派地区联储的主席之一，其他包括达拉斯的费舍尔、堪萨斯城的托马斯·霍恩（Thomas Hoenig），以及费城的查尔斯·普罗索

（Charles Plosser），他们主要关注的就是如何保持美联储对抗通胀的公信力以及如何避免道德风险，他们不希望发生衰退，所以他们也不相信抵押贷款的巨变以及资本市场适合更低的利率。他们经常使用民粹主义的言论反对我们作为最后贷款人的举措，这次就是始于我们的降低贴现率的计划。

“在某种程度上，我感觉就像是欺诈。”莱克说道，“我们可以轻易地被描绘成让银行在这方面赚很多钱的帮手。”

莱克指出，银行总是在市场不稳定的时候去找美联储官员寻求帮助，他劝我们忽视他们。“我意识到这场金融市场骚乱使得每个人都感到不安。”他说道，“我也意识到做一些事或者至少看上去像在做事的这种被迫行动是不可避免的。但是我认为我们不能成为‘万能先生’。”

我不认为我天生就是鹰派或者鸽派，我一直都非常务实，并对任何意识形态都保持怀疑，而且我也非常认真地对待美联储的双重使命。但是我发现，一个专注于道德风险和通货膨胀的强硬鹰派在信贷危机期间表现得很奇怪且令人失望。相对于通胀，衰退似乎是一个更可信的威胁。在恐慌初期轻微调整贴现率会过于激进的想法困扰着我，事实上，由于许多银行对于在贴现窗口借款有心理阴影，最终导致关于贴现率调整的政策效果不明显，因为只有少数银行来借款。我经常在危机期间私下开玩笑说，联邦公开市场委员会里的鹰派认为，他们是生活在石油繁荣时代巅峰的迪拜。当然，堪萨斯城和达拉斯相对平静，所以，也许处于远离华尔街和全球市场，从而相对于沿海受到房地产崩溃直接伤害较少的有利位置，经济衰退的风险看上去遥不可及。那些自命不凡的鹰派似乎对所谓的实体经济充满信心，认为不管市场发生了什么，它始终能以最佳的状态运行。但是，面对如此庞大的信贷规模和繁荣的房地产市场，脆弱的金融似乎更趋于导致一系列的经济疲软。

所以，这对中央银行来说似乎是一个非常适合的时间去做点什么了。伯南克不是华尔街的产物，事实上，他在南加利福尼亚一个小镇上的布衣街长大。当我在纽约联储邀请他吃晚餐时，他还很笨拙地混在华尔街的巨头之中，人们担心他过于学院派，且过于缺乏市场经验。但是伯南克与传统金融CEO截然不同，他相当低调，敢于用行动去捍卫这个金融系统。他理解市场的创伤对普通美国人的危害，就像他所说的，“大象倒地，草地势必遭殃。”

即便没有分享到他对恐惧的平静表达方式，我也同样感受到了他的恐惧。一场彻底的金融危机将会危及就业、家庭、退休储备金、汽车贷款、学生贷款、小型企业贷款以及国际贸易，而不是仅仅影响从华尔街获得的过高薪酬。也许我对行动有点偏见，但是他们指责的这个“万能先生”，听起来就像不作为的借口。在新兴市场危机中，我曾参加了数不尽的国际会议，那里类似的关于道德问题、通胀风险和中央银行公信力的论点被用来为拖延辩护。好吧，拖延也是有风险的。英格兰银行的管理者默文·金曾经就欧洲央行和美联储在8月上旬向市场注入流动资产而批评我们，并警告我们正在制造危险的道德风险，而在9月14日以后，当他不得不向北岩（Northern Rock）这家150年来英格兰第一家发生挤兑的抵押贷款银行提供类似的援助时，他的批评声就少多了。

9月18日，我们把联邦基金基准利率降低了0.5个百分点，市场由此触底反弹。欧洲和美国紧张的金融形势得到了缓和，我们在11月又降低了1/4个百分点，市场继续保持着平稳的迹象。然而我仍然担心我们面临的是一场长期战争，所以，我让我的下属去研究在紧张时期向包括非银行在内的机构注入流动性的新方法。我也尝试团结更多的力量加入到我们广泛的努力中，加速金融系统的恢复。我们召开了一个国际“高级监管机构组织”会议，将美国和国外最大的商业银行以及投资银行的监管部门聚集在一起，以鼓励对风险管理采取更加谨慎的态度。我们希望运用我们的水平风险评估模型，推动大型机构提高它们压力测试和应对一系列危机的能力。

到了10月17日，一切似乎已经趋于平静，我在华盛顿的研讨会上同国际金融官员私下谈到这场危机时已经在使用过去式了，“最重要的是，系统运作良好。”我说，“事实证明大银行的资本缓冲有足够强大的能力抵御这次冲击。”

我必须指出8月发生的事件显著地暴露了整个系统的脆弱性。市场所假设的无限流动性被证明是错误的。杠杆被广泛运用在非传统银行领域。“自上一次危机以来，即使风险管理方面最重大的改善，也没能捕捉到一些如今回想起来比危机来到之前看起来显而易见的风险。”我说。

“爆炸之前”这个词组是我从著名智库兰德公司的分析师研究简易爆炸装置时所使用的词汇中选出来的，我在兰德公司咨询委员会工作过。这个词指的是简易爆炸装置爆炸前的时间。2007年10月，我认为我们已经从最严重的金融危机中幸存下来了。

事实上，我们还处在爆炸之前。

一周后，投资银行美林证券宣布了一项与抵押贷款相关的79亿美元损失，这是华尔街公司减值历史之最。这几乎是三周前美林预估减值的两倍，留下了损失巨大和更多负面信息出现的印象。美林证券CEO斯塔·奥尼尔（Stan O’Neal）被解职，但他也得到了1.615亿美元的解雇费。

美林证券损失的主要来源是“担保债务凭证”（Collateralized Debt Obligations’CDOs），一堆作为现金流的抵押贷款支持证券被切分并重新打包成更小的我们所知的“份额”。美林是CDOs的主要制造者，制造了数十亿美元债券向世界各地的投资者出售。指望获得收益的投资者，只能从最安全的债券系列中获得极少的利息，除非抵押贷款的损失严重到投资者投资的各个部分都是完全亏损的，“超优先级”CDOs也将会全额支付，这似乎极不可能，所以美林通常将“超优先级”资产放在其资产负债表上。它们产生的温和收益都将高于管理费用，所以它们似乎是无风险的。标准普尔评级机构估计AAA级CDOs只有0.12%的概率连续5年不能支付收益，而超优先级被认为比典型的AAA级产品更安全。

但是就像纳特·西尔费（Nate Silver）在《信号与噪声》（讨论为什么许多预测会失败的一本好书）中提到的，AAA级CDOs债券的真实违约率达到28%，超过标准普尔评级机构预测的200倍。他们所认为的安全是建立在各方面有缺陷的假设上，基于房屋价格不会在全国各地同时下降的概念。CDOs经常是由地理分布各不相同的次级抵押贷款拼接而成的，而这被认为可以减轻任何一个区域房价下跌的影响，但是当借款人在全国范围内违约时，地区性差异就无能为力了。

预测同样没有考虑到恐慌中的金融死亡螺旋效应。在房地产市场中，市场心理的危险会被放大。不管超优先级产品有多安全，一旦清晰地认为AAA级的CDOs组成部分不像之前那样安全，投资者（或者作为抵押物接收者）会毫不犹豫地不查看其内容就直接出售（或者拒绝以其作为抵押物）。恐慌是过度自信的反面；一旦市场趋于安全，投资者很少拘泥于辨明资产中哪些被高估，哪些看起来与其他很相似却有很差的口碑。一旦挤兑出现，每个人都想逃出去，任何犹豫都是致命的。

抵押贷款的传染性很快影响到了世界上最大的银行之一，也是纽约联储所辖银行之一。11月4日，花旗集团打破了美林证券新创造的纪录，警告称价值110亿美元的减值，7倍于3周前预计的收益。花旗同时

宣布其价值550美元的次级债将敞口，4倍于其10月中旬宣称的数额。花旗集团方面最新的消息是公司CEO查尔斯·普林斯—那位曾说过 “只要音乐还在播放，银行就要尽可能随着它的节奏起舞”的老兄被解职。

很明显，音乐停了。

我们从未把花旗集团当作小心谨慎的典范，其在20世纪80年代的拉美债务危机中就曾处于风波的旋涡中心。纽约联储在我来不久以前曾就花旗集团与安然丑闻相关欺诈案对其进行制裁。在我到来不久后，花旗银行遭受了次级贷款罚款，这也让保罗·沃克尔很高兴。2005年，花旗因非法经营被迫关闭日本私人银行业务，我们在其修复内部控制和其他海外治理问题之前禁止其进行重大收购兼并活动。英国银行家莫恩爵士—我与他相识于他还供职于日本管理所罗门兄弟公司的时候—在被迫辞去花旗集团国际业务主席的职务之后来找我。他带来的信息是花旗已经失控了。

花旗在全球超过一百个国家拥有超3万名员工，其高管人员经常变动。我们的监督官员总是视其为风险管理的拖后腿者：不愿意设想世界的糟糕状态；不知道如何评估其全球业务的风险敞口。这些弱点是令人不安的，但是公司没有表现得像其他机构那样脆弱，尤其不同于那些没有保险存款、不必保有许多资本金的投资银行，政府支持企业或其他非银行金融机构。鲍勃·鲁宾在花旗的现身也缓解了我的质疑。即使他没有管理的责任或权限，只要他在董事会，他就能让我产生花旗能管理好自身的印象，而这印象与花旗并不符。

花旗的资本没有我们想象中那么充裕，因为其资本仅有很小一部分是最能抵御风险损失的普通股，还因为我们严重低估了AAA级抵押贷款资产的风险。像美林一样，花旗是CDOs的主要制造者，也持有了超优先级债券份额。AAA级的标签最终是很有误导性的。评级机构并不十分称职。其评级通常是滞后于资金流转的，太过乐观、太迟钝。因为证券的发行者而非购买者为评级向它们支付费用，所以评级机构更愿意给一个不错的评级让发行者满意。穆迪对结构化产品如CDOs评级的收入在近10年里增长了800%。

2007年，花旗高达2万亿美元的资产负债表比看起来要危险许多。同时它还通过各种途径将另外价值1.2万亿美元的资产从资产负债表上隐去，使其不需要持有资本以应对这方面的资产风险。花旗从未预期会为

了这些表外工具注资直至资金枯竭，因为表外工具令投资者和评级机构产生同样的幻觉：这些风险证券是安全的。它们从未想到这些资产的损失能如此迅速地反噬其资产负债表，我们也同样没想到。

举个例子，花旗通过发行资产支持商业票据（Asset-backed Commercial Paper）为表外证券提供资金，如果没人需要这类票据时，担保人将会购入。当市场逃离资产支持商业票据—资产支持商业票据市场在2007年下半年收缩了30%—花旗不得不支付250亿美元来履行保险。花旗在表外“结构性投资工具”（SIVs）的证券上也出现敞口。这种本来受欢迎的吸收次级抵押贷款的金融工具因次级抵押贷款破产而立刻变得不再受追捧。市场开始从其他的结构性投资工具中逃离，即使是很少有次级抵押贷款敞口的结构性投资工具，这也迫使结构性投资工具在一个下滑的市场中遭到清算。一些结构性投资工具彻底消失了，而花旗及其他发起人又必须从结构性投资工具中拿回资产补充资产负债平衡表。这也是为何花旗会在短短4周时间内次贷敞口翻了4倍。

国际高级监管组织（The International Senior Supervisors Group）在11月总结道：花旗的管理者并不知道他们飞得离太阳有多近，公司“没有形成充足的、面向全公司的、统一的对其风险因素敏感性的认识”，而其进行的压力测试“并不是针对极端市场情况设计的”。花旗不像其他的很多银行那样虚弱，更不用说储蓄机构、房利美、房地美、美国国际集团和其他投资银行。但是其预期外的损失很大程度上摧毁了整体信心。作为花旗的监管机构，纽约联储、美国货币监理署（OCC）以及美国证券交易委员会和花旗管理层、债权人、股东同样没想到的是：抵押贷款违约的激增和抵押贷款证券价格的骤降；我们没有预期到违约水平高至能摧毁整个金融系统的水平；我们也没有意识到恐慌性抛售和极端看空的预期会带来在我看来只有全面的经济衰退才会造成的损失。

在普林斯下台后几天，于20世纪90年代将花旗缔造成超级公司的前CEO桑迪·威尔（Sandy Weill）告诉我，他将向花旗的董事会提议，我才是普林斯的最佳继任者。我想这对我和花旗来说都是疯狂的想法。卡罗尔也被这个想法吓到了。她认为这不合适，也会把我推到一个马蜂窝里。我从不渴望8位数的年薪，我也不愿意放弃我所喜爱的工作，尤其是在危机之中。我告诉威尔不要优先考虑我。

“我可不是合适的人选。”我告诉他。

一周后，我和鲁宾共进午餐，他明确地告诉我，他也认为威尔的提议毫无意义。他问我：你真的愿意一天到晚为赔偿仲裁而奔波吗？他认为我和在美联储的同事们相处更有趣、有意义，我也是这么想的。花旗董事会任命维克拉姆·潘迪特为CEO。他是曾警告我华尔街出了问题的前摩根士丹利高管。

在经济繁荣的时候，我们不曾强迫美国的银行增加资本，因为它们喜欢高于所需的监管比率。当它们的损失上升，我们确实会要求较弱的银行增加资本，但这时它们又很难使资本金增加到规定的规模。我们考虑过强迫银行作为一个集团通过停止支付股利来维持资本，但是我们担心这样做也许弊大于利，或许这种担心也是错误的。我们曾考虑过把银行作为一个整体，停止支付津贴以节省资金，但这对相对健康的机构并不公平，同时也会使金融公司的投资吸引力降低，如果情况恶化，整个金融系统将难以筹集到更多的资金。

尽管花旗集团承诺不会减少红利，我们仍然强迫它们这样做了，同时我们也要求它们筹集新的资金。接下来的几个月内，银行要设法筹到200亿美元，这些资金主要来源于中东和亚洲的主权财富基金。这些资金将是市场流动性的最后一个来源，也给包括美林和摩根士丹利在内的正在挣扎的其他机构注入了活力。

一直以来我都相信，强迫银行保证足够的准备金和流动性，以便在损失的萌芽时期就可以解决问题，这是对于未来可能出现危机的最好防御。 危机后我的金融改革“咒语”是“资本，资本，资本”。当然，真正的问题是多少才是足够的。美联储并没有要求花旗集团保证足够的资本金，这是因为对于它所承担的风险，我们并没有一个准确的了解。我们也让包括花旗在内的银行计算劣质资本，例如优先股和几种形式的次级债，这些资本仅从技术上遵守了监管要求，但是并没能像普通股那样足以应付损失。我没有推动美联储在华盛顿改变规则以提高监管资本要求，因为这些规则陷入了旷日持久的国际谈判。美国可以单方面强化对于银行的现有规则，而我不认为这是迅速且有意义的转变，但是就我们现在已知的而言，我们应该做更多、更深入的尝试。尽管银行比金融系统的其他机构有更好的资本积累，但是它们也尚未强大到足以应对即将到来的灾难。

随着危机进一步升级，过去市场上的抵押资产只是看起来有毒，但因为投资者都极力避开它们，它们就真的变得有毒了。这使人们更加担

心金融系统没有足够的资本来应对损失。持有很多有毒资产的公司逐渐失去了再融资的能力，导致减价甩卖资产并进一步压低了资产价格，从而使这些机构承担了更多的损失，强化了恶性循环并加剧了对于资本不足的担忧。在8月份的视频会议中，一名美联储理事称这些有毒资产为“假货”，费舍尔称它们为“废料与垃圾”。无论怎么称呼，它们都是毒害整个金融系统的罪魁祸首。

经济学家加里·戈顿（Gary　Gorton）把与有毒资产的斗争比喻成一个人发现汉堡包里有大肠杆菌之后的歇斯底里，这样的反应是可以理解的。也许问题仅仅是一家工厂里的牛肉糜被感染了，但是单一的消费者无从知道他所要买的汉堡包甚至牛肉饼是无害的。他所能知道的仅仅是广告里所称的安全不存在了，所以他只好不再相信广告里的食品安全信息并且抵触一切肉食。但是金融版本的“大肠杆菌过激反应”更为严重，因为一旦消费者开始抵触某种金融产品，那么无论其有没有被不良资产感染，其价值都会一落千丈，而这会引起消费者更严重的恐慌和对于有毒资产的过激反应。这就像避免吃肉反而会引起大肠杆菌的传播一样。

在这种紧张的氛围中，与抵押贷款相关资产质量的不确定性预期远远比资产的实际质量要重要。理性地讲，不是每笔抵押贷款都会被拖欠，并且即使抵押贷款确实被拖欠，被抵押的房屋最终也会补偿一些损失。但是不确定性预期击溃了这种理性分析，对于投资者，非理性反而变得合理。没有人知道更多关于盈利的坏消息何时会导致另一次突发的资产抛售，这又会导致更多的追加保证金的通知和抵押需求，接下来就是更多的资产减值和资本不足，然后就会有新一轮的资产抛售。理论上讲，抵押贷款证券总有一天会变得有价值，但是在实际生活中，没有人愿意买入，而是都希望卖出，这意味着其当下的“危机”价格几乎为零。正如凯恩斯所说，市场保持非理性的时间远比你能解决问题的时间要长得多。

这种动态过程在整场危机中会重现，带来关于资产实际价值评估的难题。如果一份证券一个月前以面值100美元卖出，今天降至30美元都卖不掉，但是它在未来5年内可能值80美元，那它的真正价值到底是多少呢？而你该如何在账面上减记资产价值呢？这些问题有助于帮助我们判断银行是无力偿债还是仅仅缺乏流动性，以及如何从资产负债表中去除有毒资产。

我和同事们讨论了许多关于政府是否能够和怎样才能为那些资产提

供支撑来避免减价抛售的问题。在这一点上，财政部没有那么大的权力，我们也没有看到美联储发挥过强有力的作用。财政部长汉克·保尔森希望支持私人部门的解决方案，大银行通过提供资金发行商业票据，从现有的机构性投资工具中购买有毒资产。这一工具称为“超级机构性投资工具”（Super SIV）。最初银行都承诺要参加，但是它们很快就放弃了，因为它们自己也需要资金来弥补有毒资产带来的损失。没有政府的支持，超级结构性投资工具就是在一个悖论的基础上提出的：它需要私人部门去做那些它们已经拒绝做的事情。

所以大部分的有毒资产依然存在于银行的资产负债表中，消耗着它们的资本，也使投资者感到不安。4个月内，花旗的市值跌了一半，而很多机构的情况比花旗更为严重。

2007年12月，市场情况进一步恶化。信贷息差逐渐扩大，而流动性逐渐枯竭。房地产市场依然一片混乱，取消抵押品赎回权的情况比上一年几乎翻了一番。信贷紧缩和房地产混乱也给整个经济系统造成损伤，失业率上升到5%。美国国家经济研究局（National Bureau of Economic Research）后来将大衰退的起点定为12月。

伯南克、科恩和我决定从两方面入手，一方面是再次降息，另一方面是制订新的流动性计划。我们希望这两个工具的结合使用可以增强它们的力量。

伯南克的倾向是利率再下调半个点。但堪萨斯城联储的托马斯·霍恩不赞成最近1/4个点的利率下调，而联邦公开市场委员会的紧缩货币派仍然认为通胀是一个严重的风险。与格林斯潘期望美联储跟着他走不同，伯南克倾向于顺从及达成共识。他想同时让如旧金山的珍妮特·耶伦（Janet Yellen）和波士顿的埃里克·罗森格伦（Eric Rosengren）这样的鹰派和鸽派同时接受议案。于是我们折中了一下，下调1/4个点的利率。这一次，罗森格伦表示异议，称利率下调的幅度应该更大，这一点显然很多投资者都同意。股市大幅下跌。

第二天，我们宣布“定期拍卖便利”（Term Auction Facility，TAF），这是美联储用来疏通信贷系统渠道的许多新行动中的第一个。TAF能够给有贴现窗口资格的银行提供4个星期美联储的贷款，以此来避免使用贴现窗口的不良印象。我们还与欧洲央行及其他央行之间设立了大额外汇互换额度，因此它们可以给自己的银行提供美元，这是对于一

个传统央行工具功能的急剧扩张。一年之内，我们通过定期拍卖便利放贷5倍于贴现窗口。我们将有超过5 000亿美元的互换敞口，也为过度扩张的外资银行借入美元购买美国抵押贷款资产提供一条生命通道。美联储将成为世界的最后贷款人。

在当时，我们的举措并没有带来我们所希望的宽慰，我们用一天的时间分隔了利率下调和流动资金计划的公告，因为我们的欧洲同行也不想受制于美国货币政策，但市场对利率下调感到很失望，流动资金计划似乎虎头蛇尾。鲁宾告诉我，市场认为美联储后知后觉，我们并没有意识到其外在形象是多么糟糕。拉瑞刺激我说我们的处理方式类似于越南战争，嘲笑我们所做的额外努力在缓解危机方面并不给力。

我们仍在探索前行，摸着石头过河。定期拍卖便利颇具创新性，而互换额度也很有效，特别是对那些需要美元的欧洲银行来说。然而，两项创新并没有减少抵押贷款的损失，没有填补危机企业的资本漏洞，也没有为最需要资金的投资银行和其他美国非银行金融机构提供流动性。如果商业银行把定期拍卖便利筹集到的资金借给更多陷入困境的机构或是用于买入它们的有毒资产，那就好了。但是市场的心态已经转向了谨慎，银行很少有发放贷款或是收购有毒资产的想法。

发布定期拍卖便利之后的一天，我在第二届美联储–普林斯顿大学会议上致欢迎词，欢迎词的内容恰巧就是关于流动性的。“你们的时机非常好，”我对与会人员说，“也许是太好了。”

在我平时严肃的美联储发言中，我总是描绘这么一种黑暗场景：投资者撤离资金以求安全，银行持续囤积流动性，债权人对债务人持怀疑态度。“这种情形带来的危险，”我说，“是一种不利的、不断动态自我强化的风险。”—换句话说，这是一种恶性循环，死循环。真的，我们已经进入了这种循环，而且我们还没有找到摆脱的方法，甚至不能使其缓解。

圣诞节时，我感到入骨的疲惫和麻木。我和家人乘飞机去了趟巴厘岛，但是，就连巴厘岛也不能让我特别放松。巴厘岛正处雨季，我们都生病了。而且与我高中时去的那次相比，巴厘岛要繁忙多了，那时完全是个世外桃源。我阅读了《战争与和平》，以此作为慰藉，但是这本书关于人生挫折的悲剧主题真的不太令人精神振奋。我在印度尼西亚的日子里，无时无刻不关心降息和流动性工具运用的效果，而且总是充满担

忧。

伯南克主席在平时是一个冷静温和的人，但是2008年1月初的一次电话里，他也表现得很忧虑，而且对联邦公开市场委员会的一致限制感到灰心丧气。伯南克告诉我，他打算不再对鹰派联邦公开市场委员会言听计从了。随着金融危机的加剧，如果他们仍希望美联储保持不作为，他们可以持不同见解，但伯南克不会再妥协了。

“就算我要完蛋，那也要按照我自己的判断行动，”他说，“而不是按照他们的。”

我很高兴听到这个消息。如果我们想要为经济做正确的事情，那我们就不能为求达成共识而继续安抚鹰派。

不幸的是，伯南克变得独断之后的第一次行动，并没有像我们预期的那样顺利。伯南克曾在一次讲话中暗示将在下次会议中提出降息政策，但是在马丁·路德·金日那天，一场抛售席卷全球，而美国交易所正处于休市时期，我们决定不能再等了。我们决定降息3/4个点，这是自1982年以来最大幅度的降息，而且是自“9·11”事件以来的首次议息会议之间的降息。第二天，我们了解到这场抛售是由一家法国银行主导的，目的是轧平一个流氓交易员所持的头寸，而不是新一波的对全球经济增长的担忧。人们指控我们的行为愚蠢而激进，只为刺激资产价格上升，拯救投机者，而没有着眼于宏观经济基本面的发展。下一次正式会议中，我们决定再降息半个点，利息变为3%，这招来了更多的抗议声，他们抗议说这是在重蹈“格林斯潘期权”的覆辙。费舍尔提出异议，说我们根本不该降息，这是要让通货膨胀的恶果继续遍布世界每个角落。

我们看起来是在蹒跚而行。当形势演变成了货币政策的预期游戏时，我经常谈论精神财富和物质财富同步发展的重要性。大众的看法是我们搞砸了精神财富的发展，又掏空了物质财富。1月，在瑞士达沃斯举行的年度经济论坛上，走廊里充斥着美联储反应过度、使情形更糟而且削弱市场信心的言论。

我认为那些针对我们的评论家过度自满了。在一次圆桌会议上，我向包括欧洲央行行长特里谢和下任行长马里奥·德拉吉（Mario Draghi）在内的各央行高管阐述了一个事实：对风险的把控问题已经急剧地转向了对经济疲软和金融危机的取舍问题。

“在这种情况下，你不可能有完美的先见之明，”我说，“人人都会犯错，只是必须决策哪一种错误行为带来的危害更小。”

我又强调，相对于纠正因反应不足、过慢导致情形失控这种错误，纠正画蛇添足类型的错误会更容易。为避免金融危机而犯错比买一份抵御宏观经济灾害的保险更为明智。

达沃斯经济论坛上的大部分人认为我们软弱无能。他们认为，开始时，我们反应不足，令市场不安，然后，我们又反应过度，令市场恐慌。但是，恐慌往往使每个人看起来软弱无能，同样的，狂热的泡沫使每个人看起来都那么英明。我还记得曾和拉瑞在贝尔维德尔酒店大厅的争吵，起因是他所说和所写的关于伯南克和汉克的坏话。也许是我过度维护身处同一战线的同事—并且过度保护我自己的角色—但是我告诉拉瑞，前财政部长事后公开批评继任者，这是非常糟糕的情形，而且他甚至不可能想象得到伯南克和汉克当时曾面对的制约因素。

“你不知道这有多困难。”我说。

2月，我和家人前往加州为我的女儿爱丽丝挑选大学，但同样，我并没有真正跟他们在一起。我们与财政部的前同事谢莉尔·桑德伯格待在一起，她与爱丽丝的关系特别亲密，而我大部分的时间都在通电话。我们也在比格瑟尔国家森林公园待了几天，住在一个有圆顶帐篷可以俯瞰大海的酒店里。这一次，我的大部分时间都用在了卫星电话上；为了获得信号，我不得不开车到悬崖边，并连续几小时在小雨中不停地接打电话。我记得接过两个董事会成员的电话，一个是雷曼兄弟的迪克·福尔德，另一个是开发商杰里·斯派尔（Jerry　Speyer），他们用更强烈的担忧语气向我描述了房地产市场的惨状。还有更多的恐惧、更急的紧迫感，以及对美联储采取更多行动的更加直接的呼吁。

每天早上，美联储的市场办公室都会四处发送一个标有大约50个经济和金融指标的表单。大多数的指标都指向了经济的失常。抵押贷款支持证券仍在失血。评级机构终于下调了它们的评级，导致保证金追缴，强行出售资产平仓，这又带来了更严重的出血。信用违约掉期（CDS）—为防公司破产或证券违约而设计的衍生保险合约—的价格逐渐上升。美国市政债券保险集团（Ambac）、美国城市债券保险公司（MBIA）和其他抵押贷款证券背后的大型单一险种保险公司也面临着下调评级的境地；即使是它们担保的低风险市政债券也开始动摇。纽约州保险专员

埃里克·蒂纳罗一直跟着我到达沃斯，火急火燎地告知我债券保险商已经出问题了，而且查理·加斯帕力诺（Charlie Gasparino）在美国全国广播公司CNBC财经频道批评他不作为。我不知道加斯帕力诺是谁—我不怎么看电视—但不管怎样，我都告诉蒂纳罗美联储不可能帮助抵押贷款保险公司。

后来人们指责我是道德风险的直接来源，我往往很愿意提供金融救援，但对于许多陷入早期危机的公司和投资者来说，我们还不够慷慨。我经常拒绝请求公众帮助的私人机构。约翰·斯诺（John Snow）是前任财政部部长，有一次他带私募股权公司塞伯罗斯（Cerberus）的CEO来见我。那位CEO解释说他们是爱国主义者，曾经试着帮助美国投资克莱斯勒和通用汽车金融服务公司（陷入困境的通用汽车的重要金融分支）；现在他们希望得到美联储的帮助。这些投资机构以爱国主义身份来求援的行为，逗乐了我和同事们。我们收到过很多类似的援助请求，不过我不记得有第二个以爱国主义为借口求援的例子。

事实上，让危机之火烧一会儿没什么错，只要你有能力在它肆虐失控之前控制住它。正如一把温柔之火可以扫除一些杂草并提高森林健康度一样，适度的危机可以消除金融系统的小火源并使金融系统更具弹性。但对于现在的这场危机，我愈发悲观，感觉我们没有能力应对或是没有工具应对。这次的危机之火对一些相当激进的货币政策和各银行强有力的流动性支持视若无睹，仍肆意燃烧。市场还在等待我们提供更有效的解决方案，但是我认为我们的各种选项都不够给力。责任感和无助感交织，无法改变危机事件走向的无力感吞噬了我。

金融系统最易出问题的部分，是机构所依赖的三方回购等短期融资市场，一些债权人断然拒绝接受没有房利美、房地美提供担保的抵押贷款证券，而其他债权人则要求更多的抵押物。持有这些“三不管”证券的机构正努力为其融资。例如，2007年，在债权人停止对其商业票据提供滚动支持后，投资银行贝尔斯登公司不得不加大其对三方回购的依赖力度；现在，担保其回购的相当一部分抵押品是非流动资产，而且贝尔斯登投资银行还不清楚它的债权人还能接受这些非流动资产多久。3月初，保证金的催缴导致几只大型投资基金被火速低价清算，其中包括闻名遐迩的凯雷集团（Carlyle Group）拥有的一只基金，而且，以贝尔斯登违约为标的的保险价格在一周内几乎翻了一番。我们正陷入去杠杆化旋涡这一更危险的阶段。

我的员工们已经为一个创新性的项目—定期证券借贷便利（TSLF）—忙了好几个月，该项目旨在为最能有效解决问题提供救济。定期证券借贷便利允许包括5个大型独立投资银行在内的20个“一级交易商”向美联储借国债，用于一个前所未有的担保领域，包括私营部门不再提供融资的AAA级非机构担保证券在内。我们希望能为这些证券融化冻结的市场，因为这些证券现在已经被兑换成了国债。我们也希望通过救助遭遇困境的市场，第一次为非商业银行提供救助，以减缓整个金融系统的流动性压力。

这就要求我们动用美联储的特殊权力，类似于第13条第（3）款“特殊和紧急状况”条款。凯文·沃尔什这位出身名门并且曾向本·伯南克就政治和金融提出过建议的共和党人，指出接受那些无人问津的高风险抵押债券会使美联储招致潜在的批评和亏损，但伯南克并没有为此而恐惧。2008年3月9日，周日，他发邮件给美联储董事会成员，希望在接下来的行动中得到他们的支持。

他写道：“市场环境就是如此，充满了不确定因素，我强烈建议我们推进这项计划。”

周一，美联储批准了定期证券借贷便利。不幸的是，这2　000亿美元的项目在两周内无法启动。到那时，情况会变得更加特殊和紧急。

***

“我很早就意识到会出现严重的问题，而这似乎就是其中一个。”

3月12日，周三傍晚，罗杰·科恩（Rodgin　Cohen）正在接听电话。罗杰是专门处理金融机构案件的律师，一个被称为“华尔街的外科医生”的传奇问题处理专家。我一直在和他交流，因为他似乎可以代表雷曼兄弟、房利美、美国国际集团中的任何一个或其他在危机中陷入困境的公司，他对过去所发生的一切有其独到的理解。这一次，他代表的是贝尔斯登及其首席执行官艾伦·施瓦茨（Alan　Schwartz）。罗杰说：“他们真的很担心。”在贝尔斯登宣布穆迪下调了抵押贷款债券评级之后，市场就从这家有着84年历史的投资银行开始逃离。罗杰在想我们是否可以加快定期证券借贷便利项目的启动，这样贝尔斯登就可以用一些流动性较差的资产来兑换国债。这样那些敏感的回购协议借贷者可能更愿意延长借贷期限。

“如果艾伦很担心，他应该打电话给我。”我说。我想我们帮不了什么忙，但我想听到他的声音，好让我意识到这件事情到底有多糟糕。

贝尔斯登在没有辞退一个员工的情况下就从1929年的大萧条中存活了下来，但自从2007夏天次级贷款抵押危机中那个令人印象深刻的 “优化杠杆基金”开始，市场就开始对其抱有怀疑、轻视态度了。贝尔斯登拥有4 000亿美元资产和33倍的杠杆比率，是五大投资银行中规模最小但杠杆率最高的。由于管理不善、高杠杆比例的抵押贷款，贝尔斯登一直被视为华尔街最薄弱的一环。几个月来，它的债务人一直被要求追加更多的抵押品。贝尔斯登的前首席执行官吉米·凯恩（Jimmy Cayne）因亏损不断增加而在1月份被辞退。

贝尔斯登的监管者美国证券交易委员会从未对它的状况表达过担忧，至少在我们面前没有。美国证券交易委员会的核心任务是追踪市场操纵、欺诈、内幕交易，他们并不关心金融市场是否稳定。直到那个周三，美国证券交易委员会的工作人员还向我们保证贝尔斯登有大量的流动性资金。美国证券交易委员会主席克里斯托弗·考克斯（Christopher Cox）还告诉记者，由于有贝尔斯登公司的资本缓冲垫，美国证券交易委员会才可以“非常舒服”。

施瓦茨上了早晨9点的CNBC财经频道，尝试驳斥华尔街不再和他的公司做生意这一谣言。“这些猜测不是真的。”他说。但正如巴杰特所言，被迫捍卫信用的银行家其实已经失去了信用—这些猜测其实是真的。对冲基金已经注销了在贝尔斯登公司的账户。衍生品交易对手们清算了现有交易并且停止新的交易，以避免在贝尔斯登公司有风险。CNBC财经频道中断了采访，插播了纽约州长艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）因性丑闻辞职的新闻，但这段匪夷所思的插播并没有使施瓦茨停止对投资者的抱怨，尽管准确但并不明智，投资者“先卖再去提问……这造成了下跌势头”。贝尔斯登的流动性储备已在两天内从180亿美元降到120亿美元。这比美国国家金融服务公司的恐慌更糟糕，因为贝尔斯登看上去更系统，并且使得更广义的金融世界处于一个更为脆弱的境地。

形式在周四急转直下，当晚贝尔斯登只有20亿美元的现金。市场已经完全对贝尔斯登失去信心。一些回购放贷者已经准备在周五停止展期了，包括作为贷款抵押物的国债。下午7点30分左右，我刚到家，施瓦茨就打电话告知贝尔斯登计划在第二天上午申请破产。啊呀！我立即召

开美联储和美国证券交易委员会的电话会议。证券交易委员会官员说，他们已经阻止不了贝尔斯登申请破产了，只能采取一些有限的措施希望能保护贝尔斯登客户的经纪账户。

“好吧，我们要回家了，”美国证券交易委员会的高级官员在电话中最后说道，“我们明早再谈。”

真的吗？拥有4 000亿美元的投资银行对其债务违约，看起来今晚又将很漫长了。在恐慌阶段，大型金融机构的突然清算比任何事情都危险，所以我请幕僚长把我们的人都叫回办公室。即使我们不能阻止可怕的崩溃，但也要想办法“在跑道上放上泡沫”—采取任何可能减轻危害的补救措施。

纽约联储的行政楼层正在重新装修，所以我们团队的大部分人都聚集在13楼那个没有窗户的临时办会议室里，我们试图评估如果贝尔斯登违约，事情会变得多么糟糕。我们还派了一个小组到贝尔斯登查阅账目。摩根大通也去查账了，它不仅愿做贝尔斯登的三方回购清算银行，同时作为潜在买家，对贝尔斯登的部分或全部业务也很感兴趣。

最初传来的都是坏消息，贝尔斯登公司的账册乱七八糟，令人吃惊。摩根大通也不愿在没有足够时间进行尽职调查的情况下收购任何业务。深夜两点，由于胃不太舒服，我走到附近的酒店，希望能在开市前休息一会儿。黑色星期五。我们唯一的选择只能是公告美联储准备为市场提供流动性。跑道上残留的泡沫不多了。

凌晨4点，我的下属打电话给我，让我赶回办公室。可以猜到，事情朝着更糟糕的方向演变了。

美联储官员观察到，贝尔斯登与广泛的金融系统关系越紧密，就越担心其突然破产会造成怎样难以想象的混乱。贝尔斯登并没有多大—那时在美国金融机构中只能排到第17位—但却完全渗透在金融系统的组织中，它有近400家分支机构，在全世界将近5 000家对手公司开有交易头寸。它在三方回购市场上借了近800亿美元，与去年8月的美国国家金融服务公司相比，其所造成的货币市场和投资银行业风险有过之而无不及。

约1/3的贝尔斯登的回购担保以抵押贷款证券的形式存在。因此如果贝尔斯登破产了，其回购贷款者必定会变卖抵押物，这将会降低这些

证券的价格和其他抵押物的价值，加剧恶性循环。回购借款者将面临追加保证金或信用受损，贷款者则将停止贷款滚动展期。如果清算银行摩根大通和纽约梅隆银行继续向下一个贝尔斯登提供短期信用，它们将面临灾难性的损失。没有人想把自己暴露在风险面前。

贝尔斯登还有750 000个未平仓的衍生品合约。我们和十四人家族对于衍生品基础设施所做的工作，方便了公司计算其在贝尔斯登的直接交易敞口，但他们无法知道其他交易对手在贝尔斯登的风险敞口会有多少。在恐慌期间，他们会倾向于假设最坏的情况并从每个贝尔斯登可能违约的头寸中退出。正如英国政治家戴维·劳合·乔治（David Lloyd George）曾说过的，“仓皇失措的金融家永远不会是英雄。”贝尔斯登破产的直接影响当然是负面的，但真正危险的是，它会引发其他公司要求有类似漏洞或暴露于类似漏洞的对手提高保证金，引发恐慌和不确定性，从而可能会引起整个系统的连锁反应。

“大而不倒”已成为此次危机的标语，但那晚我们担心的是，贝尔斯登由于（联系紧）“密而不倒”，没有造成灾难性损失。我们也无法估计此次破坏的强度。在杠杆率、短期借款依赖性、房地产市场下滑，以及对衰退担忧所造成的灾难性损失方面，有太多的公司与贝尔斯登类似。

但是有一个不错的消息。我们的法律总顾问汤姆·巴克斯特从多年前他协助编写的《末日之书》中取出一页，上面印就的内容是纽约联储的紧急权力。他提出一个想法可以让贝尔斯登坚持到周末。即通过摩根大通发放“背靠背”贷款，而不是直接贷款给贝尔斯登。汤姆说道，我们可以做一个短期的贷款，在典当贝尔斯登的一部分证券抵押品的情况下，摩根大通“转贷”给贝尔斯登。这将给贝尔斯登足够的流动性来度过周末，所以我们就会有两天时间寻求一个更好的解决方案。尽管许多律师找出各种理由拒绝；但巴克斯特却勇于开拓，竭力设计我们的行动方案。

我们知道我们将越过自大萧条以来美联储一直没有逾越的红线，间接贷款给一家运作于银行安全网之外的证券经纪公司。我们坚持要求足够的担保品以保证贷款的安全性符合我们的需求—满足法定测试，也就是说，即使贝尔斯登破产，我们也不会亏钱—但事实上，我们仍要承担风险，至少道德风险是真实的。我们不希望投资银行或任何非银行金融机构认为它们可以依靠我们的安全网，我在纽约联储上层供职的几位同事—包括执掌美联储市场功能的比尔·达德利和我亲密的顾问梅格·麦克康

奈尔—就认为这个贷款方案很糟糕。

早上5点，在与华盛顿的电话会议中，我陈述了支持和反对贷款的理由，同时敦促反对者证明自己有理。在时间和有睡眠有限的条件下，我们不得不做出一个重大决定，我希望每个人都充分意识到反对意见极其可能出现的后果。但我认为贷款行为正确，我们只能通过争取时间来避免灾难降临。伯南克和科恩问了所有该问的问题，他们认为我们应该竭尽所能以防止危机的发生，这场危机将随着一个大型投资银行破产而发生。如果贝尔斯登破产，任何机构都可能会成为下一张倒下的多米诺骨牌。

例如，　雷曼兄弟持有近1/3的回购担保抵押贷款证券，因此被认为是下一个最脆弱的大型投资银行。贝尔斯登的破产意味着雷曼兄弟和美林证券的危险随之而来。事实上，五大投资银行和其他非银行金融机构都存在一个共同的弱点，那就是借短贷长、没有稳定的保险存款或可以使用的贴现窗口。危机定义的特点是市场变得不那么有差别—更像是要挤兑每个处于危机中的公司，而非试图找出哪个机构的基本面更好。当债权人回收贷款，交易对手上调了对债务人的保证金，投资者将钱投向其他安全的领域时，即使是相对强大的机构也是不安全的。

经过两个小时的讨论，我提醒大家我们不得不在开市之前做出决定，我建议我们着手开始做。

“开始吧。”伯南克说。

贝尔斯登事件持续到3月14日星期五。评级机构将贝尔斯登的债务评级降至接近垃圾级。贝尔斯登一年前的股价峰值达到168美元，到那天收盘时，股价跌破30美元。与此同时，金价飙至历史新高，这是典型的恐惧症信号。

贝尔斯登已经成为历史了。施瓦茨认为他有时间寻找买家，因为他误以为我们的贷款将在4个星期后到期，但这仅仅是一厢情愿。我和汉克告诉施瓦兹，他必须在周日晚上亚洲市场开盘前达成协议。施瓦茨对此十分不满。

周六上午，在去办公室的路上，我顺道去沃克尔在曼哈顿的公寓拜访。他用诙谐的方式迎接我，并把我比作用手指着坍塌了的堤坝的荷兰男孩儿，问我，“你的手指怎么样了？”

我向沃克尔解释了我们近来所做的工作，不仅是因为我重视他的建议，还因为我想让他与我们同舟共济，共渡难关。沃克尔在公共政策制定领域久负盛名—在担任美联储主席时曾勇敢地逆转了1980年通货膨胀失控的困境—世界金融界没有谁比他的观点更具分量。我明确表示美联储不可能保住贝尔斯登，我并不准备为贝尔斯登脱困筹集基金。我说我们的计划是寻找一个强大的买家，能够收购贝尔斯登公司，并且能够在亚洲市场开市前承接债务。如果做不到这一点，我们不得不试图寻找缓解重大违约影响的方法。

沃克尔非常赞同我的说法。他意识到目前的情况是很可怕的，并且很容易变得更糟。中央银行存在的目的是当发生类似这样的情况时努力减少损失。在重大金融危机时期，很难找到一个有意愿收购贝尔斯登的买家，因为这样它将承担贝尔斯登的风险，但沃克尔明白我们没有更好的选择。

尽管有几家公司前来了解贝尔斯登的情况，但这并非拍卖。显而易见，贝尔斯登的选项只有接受摩根大通的收购或破产。我周六整天都与摩根大通首席执行官杰米·戴蒙保持联系，他的团队在梳理贝尔斯登的账簿。夜幕降临时，戴蒙表示他准备以每股8～12美元进行收购，这远低于贝尔斯登公司目前30美元的股价，但相比于公司周一申请破产后股价将会变为0美元还是高的。

这样做看起来太好了，简直令人难以置信。在周日早上，戴蒙回电说交易取消了。他说现在的问题并非价格，而是贝尔斯登抵押贷款账簿上的潜在损失。贝尔斯登近3/4的资产属于次级贷款或稍微更高级别的，无论价格如何，戴蒙都不要这部分资产。

戴蒙说，“这里风险太大了。”

戴蒙曾在纽约联储董事会工作了3年，他睿智，不屈不挠，精通于他的工作。在纽约联邦储备银行会议上，戴蒙对风险管理挑战的论述和对银行家往往趋向于低估风险的解释给我留下深刻的印象。我不认为他是虚张声势，因为我理解他不愿承担更多的抵押贷款风险，同意贝尔斯登交易账户在未来某一时刻可能发生抵押贷款危机，交易员们会惊慌失措，经济衰退随之出现。戴蒙的保留意见听起来合理、可信。不过，戴蒙知道他可能是唯一的竞标收购方，他曾经告诫我们，如果贝尔斯登破产，其他4家投资银行很可能受到牵连，这对任何人都不利。我感觉他

可能希望致力于政府提供援助。

我把这个消息电话告诉了本·伯南克，然后又告诉了汉克·保尔森。前高盛投资银行家、首席执行官保尔森为人耿直，仪表堂堂，以行动为导向；本·伯南克则惯于顺从，做事稳妥。保尔森常说他的生活方式是当遇到问题时，直面并解决它，而非逃避，他给人的印象是性格开朗、直爽，但他也是一个富有洞察力的倾听者，关心员工和他们的需求，这使他成为一个令人敬畏的交易撮合者。尽管我们来自完全不同的世界，但我们一起合作得很好。当保尔森成为财政部长时，他请我去做他的副手。我们的工作关系变得十分紧密，保尔森的一些助手会抱怨他和我通电话花费了太多的时间。但我知道他们有时觉得我会对他产生影响，对市场进行干预，而这是保守的共和党政府不希望看到的。

星期天早上，保尔森和我分别与戴蒙通电话。戴蒙说，收购贝尔斯登将削弱他的银行实力。我争辩道，贝尔斯登的破产对摩根大通来说也是不好受的。

“杰米，是什么让你觉得你将会在这次危机中安然无恙？”我问他，“你有最大的衍生品账户，你是清算银行，你完全暴露于这场风险，我不知道为什么你认为自己不受影响。”

最终，戴蒙提议我们采取一些手段分散贝尔斯登的风险。美国法律严格限制美联储承担的风险，一般来说，中央银行不应该对个别公司的破产进行干预。所以我问汉克，财政部是否可以动用外汇稳定基金，财政部的钱曾用来救援1995年的墨西哥金融危机，是否也可以承担贝尔斯登引发风险的一部分。他的律师说财政部不可能这样做。

我与伯南克和科恩交谈，并暗示纽约联储可以收购贝尔斯登的部分资产。考虑到系统的风险，他们愿意合作。我仍然觉得如果能从财政部获得一些财政保护，那么对美联储会更好，所以我告诉汉克，只有财政部承诺补偿我们的损失，我们才做。他说他会尝试。然后我告诉戴蒙我们愿意分担贝尔斯登的一些风险。我联系了贝莱德投资公司（Black Rock）的首席执行官拉瑞·芬克（Larry　Fink）。贝莱德是唯一没有潜在利益冲突的公司，专家建议我们赶快请它派一个团队来评估贝尔斯登的投资组合资产。

在下午早些时候，我们已经敲定一笔交易。我们将帮助摩根大通收

购贝尔斯登。汉克极力劝说戴蒙维持低价，避免因为我们补贴贝尔斯登，令贝尔斯登股东大发横财。所以报价是每股2美元，或以2.36亿美元的总价格收购200亿美元（前一年价值）价值的公司。在我们的坚持下，摩根大通同意立即承担贝尔斯登的债务，尽管这笔交易不会立即停止。在金融恐慌时，这么做冒着巨大的风险，即阻止贝尔斯登剩下的客户和债权人逃离的责无旁贷的风险，以及我们自己也认为可能自顾不暇的风险。美联储所能够做的仅仅是针对抵押物发放贷款，并不能提供一个无限的保证。

纽约联储答应借给摩根大通300亿美元，这笔钱用于促进收购完成，以贝尔斯登价值300亿美元的投资级资产做抵押。贝莱德首席执行官拉瑞·芬克向我保证，如果我们持有这样的资产几年，我们甚至可能会收支相抵，损失不会超过几十亿美元。我让他把对我的保证在电话里复述给伯南克和保尔森。我告诉本·伯南克这适用于第13条第（3）款的法律测试，好像就是为了“保证我们满意”，他表示同意。

但在下午晚些时候，保尔森的律师告诉他，没有国会批准，财政部将无法补偿美联储。我简直难以置信，我和汉克都对着他的律师大发脾气，但他的律师不肯屈服，最终我认为他们可能是对的。保尔森因不能提交国会批准而感到难过，可见美国财政部长的权力在应对金融危机时显得多么微不足道。他的态度是：只要告诉我能做什么，我就会做。所以我建议他给我写封信，公开支持美联储贷款，并指出如果美联储招致损失，他们会降低我们每年上缴到财政部的利润。保尔森称他 “所有的钱就是这封绿色的信”，虽然它仅仅表示财政事实，我想这给我们提供了一些掩饰，暗示财政部在帮我们承受的部分风险。

当我们努力防止贝尔斯登无序破产时，我们同时也将泡沫带到了跑道上。那个周末，为了预防贝尔斯登破产，纽约联邦储备银行的一个团队正在设计一个新的信贷便利，旨在一旦贝尔斯登破产，可以向投资银行和更广泛的市场提供流动性。即便贝尔斯登的问题已经搞定，我们仍然决定继续推进这项“跑道上撒泡沫”的计划。周日晚上，几乎在贝尔斯登公告的同一时间，我们启动了一级交易商信贷便利（PDCF），向余下的四大投资银行提供像美联储贴现窗口一样的贷款便利。

那天晚上，我们召开了一次电话会议，向各大金融机构的首席执行官解释了这些行动，并要求他们不要使脆弱的现状更加恶化。我们让吉米一上来就宣布，摩根大通将接手贝尔斯登的所有交易，所有人都感到

如释重负。接着，汉克和我就开始督促大家认真行动起来。我们并不想让大家更多地撤回资金，这只会制造更大的恶性旋涡，最后大家同归于尽。我们发出的信息是：如果成功了，大家都会有集体利益，大家的反应会帮助决定金融系统的运作模式。同时我们也会盯着这一切。

维克拉姆·潘迪特指出，整个体系仍处在不稳定的状态中，除非贝尔斯登的股东能批准这项毫无吸引力的交易。他问道，如果整个体系崩溃了怎么办？即便我们做得再认真负责，又能得到什么呢？戴蒙反击道:“如果贝尔斯登垮了，花旗会怎么样呢?”

戴蒙有他的道理，潘迪特说的也没错。贝尔斯登的股东对公司的过低估价感到非常愤怒，这与阿莱克斯·罗德里格兹（Alex Rodriguez）和纽约洋基队签订的合同有得一比。同时出于对这一合并不成功的担忧，贝尔斯登的客户和交易对手依然在流失。对于戴蒙来讲，这种不确定是个很大的问题。他告诉汉克和我，如果这一合并能够顺利达成，他会提高收购报价。

这对我来讲不是问题。只要这一合并能完成，整个金融系统恢复正常，我并不在意摩根大通为贝尔斯登花了多少钱。并且，重开谈判能为我们提供一个改进政府条件的标准。最后我们使得摩根大通同意支付贝尔斯登抵押贷款资产中第一笔10亿美元的损失，这些资产被放置在一个新的特殊目的平台（SPV，我们以办公室旁边的一条大街的名字将其命名为Maiden Lane）。梅格在一封电子邮件中警告说，外界会以为我们又新建了一个次级贷款的结构投资载体（SIV），“这需要我们从一开始就积极处理好公共关系，避免最后变成一个大笑话。”如果能有更大的安全边际，那当然很好。

保尔森有自己的顾虑。他对于一家濒临破产的公司股东能够从政府拯救行动中获利感到很不舒服。本和我最后说服了他，让贝尔斯登的股东从摩根大通这份稍好的协议中获利，其重要性远比不上整个金融系统的稳定。戴蒙把报价提高到每股10美元，最后终于达成协议。

好吧，差不多都完成了。

在之后的3个月里，纽约联储和摩根大通私下里进行了许多激烈的磋商，争论到底哪笔资产应该由联储接手、价值应该是多少。这种斗争细化到每份股票、每个记录。戴蒙想要把尽可能多的风险留给我们，特

别是之前他已经给了10亿美元作为风险的缓冲。气氛越来越紧张。大家都如履薄冰。比如有一次，戴蒙在半夜对汤姆·巴克斯特说了一大堆攻击性的话，气得汤姆直接把电话挂断了。汤姆随即给我打电话，说纽约联储没法和戴蒙继续谈下去。我让他发泄了一段时间，最后还是我出面斡旋，杰米向汤姆道了歉，我们才得以恢复谈判。

但是，戴蒙是不讲情面的，他也迫使他的团队采用同样冷酷的态度。记得在协议接近完成时，我和戴蒙的高级副手斯蒂夫·布莱克（Steve Black）通了一个电话，解释我们的最终方案：

“作为纽约联储的主席，你是不是想告诉我们问题的解决之道就必须这样了？”布莱克质问道。

我动摇了。我不想让摩根大通指责我利用管理者的身份强迫其签订协议，或者联储单方面变更了协议条款。

“我们就是想知道，”布莱克语气稍缓地重复了一遍，“作为纽约联储的主席，你是不是想告诉我们问题的解决之道就必须这样了？”

现在我懂了。布莱克只是希望回去能向戴蒙交差，说他已经尽其所能争取过了。

“是的，”我回答，“作为纽约联储的主席，我认为这件事就这么解决了。我们就谈到这儿吧。”

我们也确实达成了协议。但贝尔斯登危机协商过程中产生的痛苦影响了我很长一段时间。这显示了在金融危机中，市场上没人愿意接受的资产是多么难估价，政府如果陷入最危险的境地会是多么脆弱。“让我们祈祷贝莱德集团的那帮家伙能在背后支持我们。”梅格有一次写邮件对我说。“我们对自己现在所做的事情一无所知。” 梅格对这一黑暗状况有种天分，但她的担忧是对的。除了知道杰米和他的团队不想要证券之外，我们对证券一无所知。最终，贝莱德公司人员和联储内部的一个小组成功地为这些证券估价；预期到2013年年底，联储能够从贝尔斯登协议中获益。但在危机的后期，我对政府购买这些复杂而无流动性资产的质疑会变得很重要。

贝尔斯登的这一幕是联储的一个转折点，很久以来我们一直认为，处于安全区内的商业银行和安全区外的其他公司之间有一条界线，这条

界线现在被打破了。我们运用手中的权力防止一家私人公司在无序中破产，保护债权人和交易对手免受损失。但我们不想再做类似的事情了；这仅仅是临时抱佛脚的选择。但考虑到当时极其巨大的压力以及我们手中受限的权力，我觉得我们很有创造力地说服了一家私人金融机构来保证贝尔斯登的职责，并设计了基于不良资产潜在价值的一种借贷方式。特里谢打电话恭喜我为控制危机做了件很棒的事。

从拉瑞的电话中则听得出有不同的意见，“你会死在这件事上。”他说贝尔斯登的合并会被看作一宗腐败的拯救案例，受益的将会是我董事会里的某个人。他说无法认同那些批评，但同时，他指出了许多我们可以做得更好的地方。我告诉他，他听起来就像撰写了《美联储》（Secrets of the Temple）这本书的作者威廉·格雷德（William Greider），大肆攻击格林斯潘和美联储。

“是应该像格雷德，但要严厉许多。”拉瑞回应道。

我在财政部时已经体验过危机应对中令人讨厌的政治斗争，但自己成为目标仍然很不舒服，批评已经从我做的选择转移到我的动机上来。当本和我就贝尔斯登事件参加国会听证时，来自肯塔基的民主党参议员吉姆·邦宁（Jim Bunning）怒斥道，“那是社会主义！”美联储的同僚杰弗里·莱克也公开指责我们鼓励了鲁莽的行动，并为下一次危机埋下了隐患。尽管沃克尔申明，联储已经用尽了“法律赋予的力量和全部影响力”。他并没有说我们的行为越界了，但这是自由评论联储的开放期，有些声音甚至是联储内部发出来的。理查德·费舍尔（Richard Fisher）对我们所做的工作不感兴趣，仍然发来一封优雅的邮件，并引用了一段拉丁文“Illegitiminon carborundum”。这一格言也装饰在我祖父的厨房墙壁上，意思是“不要让那些浑蛋打败你”。

我认为，道德风险的原教旨主义者搞错了关键点。贝尔斯登的股东已经遭受了重大损失；最后的成交价要比历史最高价低94%。贝尔斯登的高管丢掉了饭碗，并且财产也大幅缩水。公司本身不存在了。很难想象其他公司会从贝尔斯登的困境中获得一些安慰，或有任何欲望步贝尔斯登的后尘。并且，摩根大通也冒着极其巨大的风险承担了贝尔斯登的债务，尽管它的竞争对手在之后的危机中称之为“吉米交易”。的确，我们在保护债权人和交易对手免受贝尔斯登违约损失的时候，制造了一些道德风险，但那是不可避免的。我们希望不再看到整个金融系统像20世纪90年代的危机时一样，产生系统性恐慌，那时对接二连三蜂拥而至违

约的恐惧以及债券持有者和其他债权人遭受的损失极大地放大了危机恶果。一旦挤兑发生，任何可能增加债权人能否以及何时收到报酬的不确定性因素，都会加剧兑付危机，那些沉迷于道德风险和《旧约》约束的危机应对者只会把事情变得更糟。

对于把贝尔斯登当作尾大不掉的一个案例研究，或者是“大而不倒”综合征的一个例子，我都毫无兴趣。贝尔斯登只是一个中等规模的金融机构，只有摩根大通1/4的资产，这表明了当整个体系很脆弱时，即使相对较小的机构也会产生巨大的破坏力，同时也表明规模大有时也会有好处，就像J.P.摩根大通规模和实力都大到足以承担贝尔斯登的债务。

最后，尽管我们的批评家津津乐道于贝尔斯登作为复杂创新衍生品的一个发人警醒的故事，我只会把它当作风险控制失败的一个普遍案例。贝尔斯登的负债太高、期限太短。在狂热的时候，其投资的那些产品损失了超过它原先设想的价值。继而，贷方感到很不安，要求收回不在贝尔斯登手里的那些钱。贝尔斯登给我们上了一堂课，在一个高杠杆、短期融资的世界里，信心可能在一瞬间就消失，流动性也随之消失。

这不是一堂让人振奋的课，因为那些脆弱之处仍然存在于金融系统中，特别是商业银行以外。但我对我们的工作充满信心。那年夏天，在西雅图举行的微软CEO峰会上，沃伦·巴菲特来到了我主持的一场会议上，他说他相信我们的干预措施把金融系统从一场无法言说的灾害中拯救了出来。

“我有点不希望你采取这样的行动，如果那样的话，全部都会垮掉，而我会冲在购买资产的第一线，”他笑着说道，“这对于国家会是一场灾难，但我会从中挣到许多钱。”

但我对整个金融系统的状况仍然很悲观。不管政府的行动如何激进，3天内一只金融股价格从57美元跌至2美元，这绝不会提升投资者的信心。我对雷曼兄弟和其他公司留在系统里的潜在风险感到担忧，担心再回购协议，担心那些我们尚不知道的隐患。从某种意义上来说，我的最低点结束于2008年3月14日，那个星期五的深夜两点，而那时我正躺在酒店房间里，脑子里想象着我们无法防止贝尔斯登的破产以及随之而来的市场崩溃情景。几个小时后我回到办公室，整个市场看起来仍然暗无天日，但我觉得我们至少正在试图拯救它。这并不完全能让我感到安

慰，但这比无助感要令我好受一些。

---

1. 阿喀琉斯之踵，原指阿喀琉斯的脚跟，是他唯一的弱点，现在一般指致命伤或要害。—编者注

STRESS TEST

Reflections on Financial Crises

第五章

世界末日

既然美联储已经开启了对投资银行的贷款之门，甚至避免了一家投资银行的倒闭，我告诉我的团队，我们需要深入投资银行的内部。如果投资银行要享受美联储提供的流动性，我们就需要理解和限制它们所承担的风险。我们不能再依靠美国证券交易委员会了。纽约联储第一次派遣一个小组全职入驻监测那些幸免于难的大型投资银行—雷曼兄弟、美林证券、摩根士丹利和高盛集团。不同于商业银行，投资银行没有一个由存款保险保障的稳定的融资基础。4家银行全部都是高度杠杆化且危险地运行，尤其是雷曼和美林；高盛和摩根士丹利似乎还好，但我们必须迫使它们筹集资本，提高资金的流动性水平，并延长其融资的到期日—总之就是未雨绸缪，在下次风暴之前做好准备。

在我们帮助拯救贝尔斯登和宣布我们新的贷款计划之后，四大投资银行在2008年的春天募集了400亿美元资金，危机之后的黎明静悄悄。更广泛的市场紧张情绪有所缓和。甚至美联储内部都在讨论经济系统是否已经足够稳定，我们的“异常和紧急情况”计划可以结束了。

但我告诉我的同事：“只是因为感觉平静并不意味着就是平静的。”这种感觉就像是另一个虚幻的黎明，没有恢复到常态。在上升时期狂热过头的市场在下降阶段也会趋向暴跌过头，并认为收回我们提供流动性的承诺将进一步打击信心。

“如果我们在市场中加入关于支持时间期限的不确定性，在宏观/金融的不确定性仍然严重的情况下，加深外界对于提早退出的关注，我们可能会削弱我们维护/稳定市场的能力。” 我在一封内部邮件中写道。

宏观经济形势看起来是严峻的。华盛顿对于大选年的经济低迷非常担忧，于是汉克联合共和党和民主党一起来支持1　500亿美元的财政刺激一揽子方案。这是一次罕见的两党合作的启动消费计划，即通过给美国人民提供退税支票来刺激消费。但经济的恶化抵消了这次刺激计划。5月份，失业率上升0.5个百分点，达到5.5%，这是20年来的最大单月涨幅。1/11的抵押贷款逾期或者在抵押拍卖中。汽车销售骤降。并且汽油价格飙升到超过每加仑4美元，侵蚀了消费者的可支配收入，显著地减少了他们的退税收益。创纪录的油价不仅对经济造成损害，也引发对另一轮通货膨胀的猜疑，这使得美联储不敢继续降息以提振经济。欧洲央行事实上提高了利率，我觉得这是惊人的和令人费解的。我们不会犯同样的错误，但是本·伯南克问道，美联储是否有其他可做的事情来对付石油价格，我认为可以运用一些不多的行政部门控制下的温和工具。

“这主要是管理混乱。”我在一封电子邮件中回复道。

我的重点是金融系统，以及如何使它面对额外的冲击更具弹性。我们特别担心三方回购协议市场的风险，所以我们说服清算银行—梅隆银行和摩根大通来推动市场逐渐减少对低风险证券的短期融资。我们希望这将降低无法控制的挤兑风险。我们也担心，如果另一个大型公司破产的话，像意大利面条一样缠结的衍生品市场的交错头寸会产生不确定性。为了减少这种恶化的局面和解决一些意大利面式的交错复杂的问题，我们鼓励十四人家族“撕毁”信用违约互换的对冲交易，使得已经购买或出售相同的保险合同的中间商退出对冲交易，匹配相应的交易对手。这样，如果中间商破产，其他公司也不会有风险。我们最终消除了约1/3未平仓合约。

我仍然痛苦地意识到我们遏制危机的能力十分有限。这种专门的贝尔斯登式干预已经奏效，因为摩根大通有意愿并有能力去承担美联储不能承担的风险。但是政府需要更多的正式权力来缩减并关闭危机中的大型金融机构以及担保其债务，正如联邦存款保险公司已经为商业银行所做的。汉克和本把这种“破产清算授权”的想法传达给国会，众议院金融服务委员会（the House Financial Services Committee）的民主党籍主席巴尼·弗兰克告诉他们，这种想法是不可能的。汉克、本和我也一起探

讨寻求向陷入困境的金融机构注资或购买其有毒资产的能力。那时这些想法也是胎死腹中，尽管它们也许会成为治理危机道路上至关重要的一步。而实际上，在国会甚至会考虑扩大我们的权力之前，事情已经变得更糟糕。这是危机反应中的一个常见问题。

不管怎样，事情很快就变得更糟。

如果贝尔斯登看起来像一个局外人，那个春天我可能不会有深深的不祥之感。但雷曼兄弟比贝尔斯登多出75%的资产，并且面临更大的房地产风险敞口和更多错综复杂的衍生品交易，价值将近2 000亿美元的回购融资可能会很快地蒸发掉。5月，对冲基金经理戴维·艾因霍恩（David Einhorn）重仓对赌雷曼，公开指责该公司过于乐观的财务报告。而6月，雷曼兄弟公司宣布了第二季度28亿美元的亏损，迫使迪克·福尔德辞退他的长期副手并将其首席财务官降职。雷曼的股价距离高点下跌了近75%。福尔德敦促汉克和我去说服证券交易委员会禁止卖空，但这似乎是“斩信使”的解决方案。市场可以看出雷曼兄弟持有其他公司减记10%～20%的资产，并且他们有理由更担心自己所无法看到的风险。

当我们的监察人员深入到雷曼和其他投行时，我们发现一件事，即它们的内部压力测试没有施加很大的压力。大多数投资银行从来没有想到它们的回购资金面对挤兑时会如此脆弱，显然这是在贝尔斯登事件之后的一个错误假设。我们迫使它们在更艰难的情景中研究当突然失去资金时，它们会有多脆弱。5月，美联储的员工们计算出雷曼若想度过危机，将需要840亿美元的额外流动性来应对严重的挤兑，我们将其称为“贝尔斯登情景”；或者需要150亿美元来熬过次严重的挤兑状况，我们称之为“贝尔斯登之光”。在6月25日的备忘录里，我们的团队以一种相当温和的方式总结道，雷曼已经融入太多短期的资金，却持有太多非流动性资产，从而导致了“疲软的流动性状况”。

但当雷曼的风险控制人员以更不保守的方式来测算自己的“贝尔斯登之光”时，他们认为仅仅需要130亿美元的现金即可抵抗风暴。美林证券似乎和雷曼一样脆弱，但同样坚决拒绝增加流动性。我们的团队在另一份空洞的陈述中写道：“美林需要在流动性资产分析上更加保守，并承认需要改善其流动性资产。”从我在美联储的整个经历来看，我们发现企业文化中重视风险管理和风险控制人员的公司，能够变得更强大，而且能够保守地进行融资。那年春天，当美林证券的CEO沈约翰（John

Thain） 带领他的团队来看我时，他居然不知道坐在旁边的他的首席风险官的名字，当时的场景显得十分尴尬。

一些人后来指责道，在贝尔斯登斯登营救过程中导致的道德风险使得这种自满不可避免，投资银行和其他大型金融机构现在有理由相信，它们犯了错误却可以逃避惩罚。而我却不以为然，认为没有足够的证据。投资者已经在美联储干预贝尔斯登很久以前，就对投资银行到杠杆融资进行了大量的投资。对其他人来说，贝尔斯登的下场不是一个值得仿效的有吸引力的好结果。公司失去了独立地位，股东们损失了大部分的钱。我们确实通过摩根大通公司保护了贝尔斯登的债权人，但市场不会认为我们愿意去做第二次。其他的投资银行规模更加庞大且情况更加困难，难以找出让另一个机构来吸收兼并，什么银行能足够强大，以至于可以做那些比摩根大通救助贝尔斯登更大的事？即使在我们3月份的特别行动之后，交易对手逐渐减少了对雷曼公司的风险敞口，但在夏季针对雷曼兄弟公司违约的保险价格又开始上涨了。

唯一高估雷曼生存能力的机构就是雷曼本身。汉克和我一再催促福尔德出售他的公司或者至少筹集更多的资本，但他迟迟不作为，而且对自身能力和处境的判断不切实际。有一次我们说服他让沃伦·巴菲特投资雷曼，但福尔德报出的价格远远高出巴菲特所愿意支付的。福尔德经常给我打电话，抱怨他的竞争对手散布谣言，或者认为帮助他的公司摆脱其最糟糕的投资是美联储的职责。2008年夏天，像许多处于危机中的金融机构人士一样，福尔德似乎认为他是一个受害者，而我们的任务就是要拯救他，使其脱离一个不公平的世界。

相比之下，更强大企业的领导者似乎更现实，更愿意面对黑暗的现实。当时，纽约联储一批最优秀的经济学家基于经济部分衰退的事实，在董事会上对于银行将面临的潜在损失提出了一个报告。杰米·戴蒙对此不以为然，笑话经济学家是书呆子，他要他们抛弃过去的历史预测基础，并且认为损失要扩大3倍。

福尔德似乎并不明白，雷曼兄弟所面对的信心危机并不是美联储可以解决的。有一次他和无处不在的危机处理律师罗杰·科恩一起来见我，问我是否可以让雷曼兄弟变成像摩根大通或者花旗集团那样的银行控股公司，那会给人一种受美联储保护的印象，但是它实际上不会寻求更多的美联储融资，它已经从我们在贝尔斯登破产的那个周末设立的一级交易商信贷便利那里得到了融资。我告诉福尔德这只会加深绝望的感觉，

而不会触及雷曼兄弟更深层的资本和流动性问题。福尔德和他的高管有很多想法，比如政府会以慷慨的价格收购它们的房地产，或者帮助它们剥离“坏雷曼”的部分，使之转化成一个被称为资产剥离公司（SpinCo）的工具，而让“好雷曼”部分继续繁荣发展下去。它们似乎并不急于出售这些资产，因为这些损失几乎消耗了它们全部的资本储备。

当然，我们成功地阻止了贝尔斯登的破产可能会使福尔德不相信我们会让雷曼兄弟破产。也许他从别人那里听信了小道消息，认为美联储有着巨大的神秘力量可以拯救任何人。但是福尔德这种不愿行动的态度和自欺欺人的心态关系更突出，而非道德危机。作为40年的老员工和15年的CEO，福尔德看雷曼兄弟就像自己的孩子一样，他忍不住觉得公司的价值比市场所认为的大得多。而他自己也拥有数以百万计的股份。

我曾经开玩笑说，如果公司的高管都被迫把自己的房子作为抵押，就会降低美联储流动性融资的道德风险。那样他们的利益真的会与公司息息相关。那年夏天，我到玛莎葡萄酒庄拜访我以前的财政部同事李·赛克斯，我们沿着海滩散步的时候看到一幢华丽的海滨豪宅。曾在贝尔斯登愉快工作过的李告诉我，这幢房子属于公司前总裁。

“那幢房子本应是首当其冲的损失。”我说。

7月11日周五，美国发生了一场银行挤兑风潮，这并不是像曾摧垮贝尔斯登公司的数字提款那样的虚拟性挤兑，而是像电影《美好人生》中那样的真实的挤兑。那天下午，美国储蓄监管局和联邦存款保险公司关闭并查封了因迪美银行（IndyMac）。它是一家加利福尼亚的储蓄银行，曾是安吉洛·莫兹罗的美国国家金融服务公司的一部分。因迪美通过向低收入或低资产的家庭提供非传统贷款而在泡沫时期繁荣发展起来。它的资产负债表满是可调整利率抵押贷款（ARMs）的期权。这是一种不负责任程度简直到了滑稽地步的产品，它让借款人选择月支付，如果他们现在想付得少一点，就要将其加到未来的承付款项上。当房地产泡沫破裂，因迪美也随之崩溃了。这是自20世纪80年代的储贷危机以来，美国破产的最大一家银行，尽管它还不到贝尔斯登规模的1/10。在帕萨迪纳，摄像机拍到储户在紧锁大门的银行外面排队，哭喊着希望自己的钱能取出来。

美国联邦存款保险公司担保10万美元以下的存款，所以这种恐慌账户的大部分持有人没有什么可担心的。但存款超过10万美元的账户持有

人希望通过一切合法的手段取回他们的现金。为了降低对保险存款设立的国家基金的损失，联邦存款保险公司只付给未保险的存款者所欠数额的一半。这是美国联邦存款保险公司对于银行倒闭的标准程序，但是它表明了在极端紧张的时刻，向无存款保护的投资者强加价值扣减会加剧本想控制的恐慌。在因地美发生挤兑事件一周后，储户每天几乎要从华盛顿互惠银行取出10亿美元存款，那是一家更大的但有相似贷款风险的银行。他们已经看到了因地美的先例，不希望在华盛顿互惠银行倒闭的时候陷入资产折扣。

当华盛顿互惠银行在秋天步履维艰的时候，联邦存款保险公司的价值扣减做法激起了激烈的争论。虽然就目前来看，因地美事件中不可磨灭的对恐惧的印象只是进一步证明了情况会越来越糟。

金融系统很容易承受因地美崩溃的300亿美元损失，但是承受房地美和房利美的崩溃却太过困难。这两家政府担保企业持有或担保超过5万亿美元的抵押贷款业务，它们为大约3/4的美国新贷款提供资金，支撑着房地产市场。但是它们现在正一步步走向深渊。因地美倒闭的当天，房利美的股价暴跌至10.25美元，比它的最高价跌了90%。除了支持它们的监管机构，几乎每个人都相信它们已经严重资不抵债了。一位华尔街的分析师计算，它们一共有750亿美元的资本缺口。尽管汉克不断请求，但房利美在2008年仅仅筹集到74亿美元的新资金，而房地美未能筹集到一分钱。

自从我看到克林顿的财政部和格林斯潘没能成功遏制杠杆率之后，我就一直很担心房利美和房地美。在美联储，我就对它们几乎无效得像纸一般薄弱的缓冲机制表示了担忧。它们自从设立之初就与政府紧密相连，是整个金融系统中道德风险最突出的环节。房地美和房利美人为地以低利率借款，因为市场认为政府不会让它们倒闭。它们在抵押贷款、按揭担保和美国房地产市场中的其他高杠杆项目中投入资金。它们喜欢获得廉价的资金，像银行一样运作而又不像银行那样受到严格的管制。

在繁荣时期曾给股东和高管带来高利润的高杠杆项目，现如今却可能给房地美和房利美带来灭顶之灾。它们对其所购买和担保的抵押贷款的承销比私营行业平均水平更为保守，但在近些年，在增加股东回报的压力下，它们的标准已被侵蚀。它们还建立了一个庞大的抵押贷款证券投资组合，其中一些包括许多高风险的次级抵押贷款。在缓冲资本极其稀少的情况下，房利美和房地美面对全国性的地产休克和一场使抵押者

失去工作和支付能力的经济衰退都极度脆弱。

但是随着私人贷款者和投资者的全面撤退，房地产市场更加依赖政府支持企业，正如政府支持企业依赖房地产市场一样。正如汉克所说，当房地产金融产生风险，如房利美和房地美，之后波及联邦住房管理局，这基本就是市场上唯一的游戏规则。如果它们为了降低杠杆率和节约资金而撤资，房价下跌，止赎增加，按揭抵押受损和金融风暴的死亡旋涡会进一步加剧。无论如何，华盛顿需要重建对于房利美和房地美的信心，这就需要政府的钱。

在那个7月的周末，在一次次敦促房地美和房利美自主筹资失败之后，汉克决定要在市场产生怀疑两房生存能力的流言之前采取行动。周二，他要求国会通过立法，赋予财政部近乎无限的权力以投资房利美和房地美，赋予监管机构接管它们的权力，并且赋予美联储顾问的角色，这样我们就可以深入查看它们的账簿。我认为该法案的实质是很优秀的，但政治是很残酷的。参议员邦宁对此嗤之以鼻，他认为这将使贝尔斯登交易像是“二流的社会主义”。汉克也因为敦促国会赋予他史无前例但不必行使的巨大权力而被嘲笑。

“如果你的口袋里有一支水枪，那么你可能必须把它拿出来，”汉克向国会解释道，“但是如果你有一支火箭筒，而且大家都知道你有火箭筒，那么你就不必把它拿出来。”这是事实，但是当你说你需要一支火箭筒的时候，大家会自然而然地认为你遇到了严重威胁自身安全的事情。

然而在7月底，民主党控制的国会以压倒性的优势通过了这项法案，给了共和党财政部长一张空白支票。立法机构也平静地提高了债务上限，这是一个惯用的内务措施，在今后几年会成为例行常规。尽管国会赋予财政部可以给房地美和房利美注资的巨大权力，但是他们否决了财政部可以管理公司的任何权力。他们将这个权力赋予监管机构，并将之重新命名为美国联邦住房金融局（Federal Housing Finance Agency）。这个别扭的限制由民主党设计，以保护这个新机构不受共和党总统的政治干涉，而在后来的危机中将证明，当一位民主党总统想要减少房产拥有者的损失时，这是十分重要的。

立法使房利美和房地美背后形成了隐形的联邦保护，但是这并不能改善它们资产负债表的表现。它们很快宣布第二季度的损失超过30亿美元。率领美联储审查它们账簿的蒂姆·克拉克（Tim Clark）得出结论，

它们的贷款损失预测只有其实际损失水平的一半，他认为它们很多资产都是会计虚构的。他坦率地认为，房利美和房地美已经无法履行偿债义务。

汉克终究还是要使用他的火箭筒。

那年夏天的一个下午，我在纽约联储发起了一场即兴比赛，来选出最能形容金融系统现状的最好比喻，我试着以此来舒缓大家的情绪。“我听说过‘车轮脱离大巴’的说法，”我说道，“我们也曾经说过发动机从飞机上掉落。”我们通常将它比喻成野火、地震和百年一遇的暴风雨。我们也曾说过这是癌症、传染病，是脱线的毛衣和正在从山上滚落的石头。我转述了一个我第一次从高盛CEO劳埃德·布兰克费恩那里听到的比喻：“潜水艇上的铆钉正在脱落。”

不管这个比喻怎样，事情似乎变得很糟糕。美联银行这个美国第四大银行公布其在第二季度89亿美元的亏损，而由于一些倒霉的金融企业，保险公司美国国际集团在9个月里亏损了185亿美元，虽然这两家公司的CEO都已被迫下台，但是，它们已无法恢复市场的信心。总的来说，金融机构累计亏损3 000亿美元，而我们的研究部门估计，未来还将会有6 500亿美元的亏损，最终累计亏损甚至可能会达到1.5万亿美元。

风险规避行为正在加剧。私人股权投资者蒂姆·科林斯（Tim Collins）告诉我，他正在把他所有的流动资产从金融机构转移到直接财政专户 （一个让个人在政府账户中直接持有国债的程序），他不想让其证券冒任何风险陷于一个破产的银行—这就是另一个避免恐慌的教科书范例。

那年夏天非常无趣，我得了严重的毒疹，所以在几个星期的时间里，我工作时腿上都涂着炉甘石乳液，包着纱布。记得有一次，我的腿后面拖着一条长长的沾满炉甘石的纱布，从我的办公室走到会议室。此外，更令卡罗尔和我感到恐惧的是，爱丽丝在泰国北部一个偏远的村庄感染了登革热。幸运的是，我们住在清迈的读高中以来的世交把她送到当地的医院救治。但看到她如此虚弱，离我们如此遥远，仍然使我们感到痛苦和无助。

让我焦虑的重点，也是整个市场的重点，仍然是雷曼兄弟公司。福

尔德一直在打听我得到的消息，但是，机构并没有排着队要获得在他企业投资的特权。汉克和我试图激起美国银行的兴趣，然而，除过剩的有毒抵押贷款外，购买了全部美国国家金融服务公司的CEO肯·刘易斯对我们说，他对雷曼一点兴趣都没有。福尔德告诉我，他可以从韩国发展银行（Korea Development Bank）那里筹资，但是让韩国人主导一切的情形是我们难以想象的。与此同时，银行、养老基金以及其他机构正继续减少对雷曼的敞口。

那年夏天，雷曼和其他的受困公司频繁地向我抱怨，越来越强势的债权人正在对其进行着掠夺，他们不断地挑战雷曼等公司的底线，要求提供越来越多的抵押品。福尔德对摩根大通公司要求追加保证金的电话尤其感到愤怒。美国国际集团的新CEO罗伯特·维伦斯坦德（Robert Willumstad）指责高盛公司对所持有的经美国国际集团保险的债券价值减记过于犀利。我打电话给戴蒙和布兰克费恩，告诉他们不要做得太过火了，但是，我却没有任何证据证明他们做得过火了，他们似乎对雷曼和美国国际集团持有或担保的证券价值的下跌以及市场对这些企业信心的丧失早有先见之明，我不能因为他们保护自己公司的行为而惩罚他们。

而那年夏天，我从福尔德或其他人管理或代表的遭遇困境的公司得到的另一个常见的请求则是希望我们去安抚公众，让他们相信没有任何理由恐慌，金融系统非常安全而且资本运作良好。然而，他们的这些声明都不是真的，我认为假装市场一切正常并不是在挽救市场，最终会对美联储和我的信誉造成影响。那时的气氛，即使一场愉快的交谈看起来都是如此保守而奇怪，以至于让我害怕会使那些仅存的乐观主义者也会放弃所有的希望。

我感觉我就好像在慢镜头中看着巨大的灾难缓缓发生，而我们却没有任何能力去阻止它，也没有任何方法限制它造成的伤害。除了汉克投资于房利美和房地美的新力量，美联储和财政部都没有权力向这些问题机构注入资金。我们只能用有限的方法来应对除商业银行以外的金融公司发生的挤兑，这时的挤兑看起来已经是理性行为。洪水已经冲破堤坝，除了堆积沙袋，我们无能为力。

整场危机期间，我经常想到《宁静之祷》：上帝，赐予我宁静让我接受我无法改变的；赐予我勇气去改变我能改变的；并赐予我智慧去分辨这两者的不同。这让我能够专注于我们所能做的，而不是被超出我们

能力范围的事所困扰。但是我也常想到在亚洲金融危机期间我对鲁宾说的话：仅仅一个问题没有明显的解决办法，并不意味着这就不是一个问题。2008年夏天，这并不是一个因为我们不能改变事情而平静的时候，而我，并不平静！

我记得在8月，在我拜访完父母回家的路上，我把车停在罗得岛州沃里克市出口的95号州际公路边，以便与鲁宾电话沟通这个金融系统的危险状态。我们具体谈话的内容已经被遗忘，且消失在“战争的迷雾”中，但是每当我路过沃里克市的那个出口，那年夏天我所感受到的毛骨悚然的恐惧和恶心都涌现出来了。

劳动节周末我去了阿迪朗达克山脉，在那里与我的家人打发时间，并与保罗·沃克尔和蒂姆·科林斯一起钓鲑鱼。年龄渐长之后，我开始用假蝇钓鱼，虽然我不是经常钓鱼，但这是我知道的最能让我平静的活动，它需要你精神高度专注，这让我能够把外界的事情抛到一边，对我来说，这确实是那个周末给我的奖赏。

对于去钓鱼，我还是感到有点内疚的，因为汉克想让我去华盛顿帮助他策划一个帮助房利美和房地美的方案。它们本身已经是行尸走肉了，却还挣扎着想要为自己融资。那些以为自己手头上的两房证券和美国国债一样安全的外国政府以及其他的投资者正在歇斯底里地寻求美国政府的保护，但这是财政部的事，所以我不认为汉克的作战室需要我。他听起来对我因政治原因而放逐自己感到很焦急，但其实不然。我知道我们需要一起战斗，但是我只是想在这场危机淹没一切之前获得一些调整时间，用来与我的家人一起放松并享受钓鱼的乐趣。

汉克和他的团队做得很棒，到了9月8日，周一早上，美国联邦住房金融局已经强制托管房利美和房地美，并更换了它们的CEO。财政部也承诺会动用2 000亿美元的政府资金来支持这些企业，这使得市场对房利美和房地美将要崩溃的恐惧得到了缓解。这意味着两房可以享受更低的借贷成本，公众可以获得更低的抵押贷款利率以及对全球金融市场潜在威胁的消除。汉克在告知国会他不会那么急着就使用火箭筒之后很快就动用了火箭筒，并遭到了责骂，而他的出尔反尔确实留下了这样的印象—没有周详的计划，我们不过是在各种紧急情况下疲于奔命。但是他的确不顾政治代价做了一件非常正确且有胆识的事情，而布什总统也始终支持他。但我可是被布什政府的经济政策搞得焦头烂额，尤其是其对上届政府的财政遗产的肆意挥霍，这会使得我们后来对抗危机、复兴经

济的努力陷入麻烦。尽管如此，我仍然敬佩布什总统在汉克的战略不受欢迎时仍不遗余力地支持他。

对房地美和房利美的迅速反应使得对贝尔斯登的强烈抵制情绪趋于缓和。邦宁这位曾认为贝尔斯登事件对自由企业精神的损害让他觉得自己生活在法国的参议员，如今却说像生活在中国了。参议员奥巴马以及共和党总统候选人约翰·麦凯恩（John McCain）虽然没有直接指责汉克所做的事情，却都表达了对于私营企业实施公共援助的愤怒。麦凯恩和他的竞选伙伴萨拉·佩林（Sarah Palin）在《华尔街日报》上写了一个专栏，标题为“我们将保护纳税人远离紧急援助”；奥巴马则在竞选时表明其反对将纳税人的钱用来援助雷曼的观点，这也是国会两党的共识。

随着失业率达到6.1%，经济明显恶化，没有一个政治家想要站在持续升温的民粹主义者愤怒的对立面。我依然在默默无闻中从事着繁重的工作，而作为危机应对的公众人物，汉克和伯南克则无法避免政治舞台中的种种事情。汉克的助手们敦促他和紧急援助划清界限。伯南克的几个顾问也希望他能改变人们对美联储现金储备是敞开的印象。

这确实是个问题，因为没有更多的公众资金注入，我们是不可能克服如此严重的危机的。雷曼已经站在悬崖边上了，9月9日星期二，随着韩国人对雷曼失去投资兴趣的消息不胫而走，雷曼的股票价格下跌45%，而对其债务的保险费则上涨了50%。我们本期望对房利美和房地美的援助能够为雷曼赢取一些时间，但是它们显然吓坏了那些本来并不清楚事情严重性的投资者，最终加速了雷曼的衰败。那天，我打断了汉克的午饭时间告诉他，雷曼已经在劫难逃。他问我，是否认为雷曼能挨过这个星期。我回答道：“也许吧，但是市场需要看到我们正在采取行动解决这一切。”

汉克告诉我，尽管传闻肯·刘易斯早已对雷曼持怀疑态度，他仍会再次向美国银行寻求帮助。我留意到，如美林证券的CEO沈约翰以及一些其他的市场参与者已经提出组成风格类似长期资本管理公司的财团来对私人企业进行及时救助，不过，我对它们是否能有效运作表示怀疑，雷曼可比长期资本管理公司大多了，它所需要的资金也远远大于长期资本管理公司10年前所需要的，而这些企业想要脱困也不得不面对这种形势更为严峻的经济萧条时期。但是，有疑问的选项总比没有选项好。

那个星期二，股票市场遭遇了自危机开始以来最严重的打击，这同

时重创了如美林、美联银行、美国国际集团这样的金融企业。7月，鲍勃·维伦斯坦德访问了美联储，并寻求在美国国际集团陷入流动资产枯竭困境时得到美联储帮助的可能性，我找不到任何一条理由将美联储的流动性注入特权延伸到一家保险公司。周二，他再次来到美联储，更明确地提出需要美联储帮助的请求，这次他的语气更加迫切。他强调，华尔街的大型金融机构是通过与美国国际集团签订信用违约掉期以及其他保险合同来对冲风险的，那时候，我还认为美联储去帮助一个陷入困境的保险公司是不可思议的事情。

雷曼的困境超乎想象。7月10日星期三，福尔德试图通过宣布公司第三季度的盈利状况来打消市场的疑虑，但是其价值39亿美元的损失不能让任何人放心。市场尤其反感雷曼用提纲式计划来拆分其房地产资产，好像它还能像往常一样把高估的投资品装入资产剥离公司平台维持现有的运营。福尔德似乎并未发现游戏结束的时候已经到来。我们还在期盼最后时刻能觅得买家，但是我的团队已经开始利用我们研究了一个夏天关于如何减少投资银行破产带来的损害的应急机制为雷曼起草清算计划了。

美国银行同意再对雷曼进行一次调查，但是甚至都不肯派出一个尽职调查小组。肯·刘易斯正陷于与美联储关于其国家金融服务公司收购的纠纷中。即使之后伯南克承诺会进行妥善处理，刘易斯还是告诉我，在没有得到白纸黑字的保证之前，他看都不会看一眼雷曼。那时，这看起来是个令人作呕的要求。“如果你不相信美联储主席的话，那我们的麻烦就大了。”我这么对他说，他才同意派出他的团队。

我们希望投标人不止一家，所以当英国的巴克莱银行表达了对雷曼的兴趣时，我们很是惊喜。运营巴克莱投资银行业务的美国人鲍勃·戴蒙德（Bob Diamond）告诉我，他只在合算的时候做这笔生意。像孩子在玩欲擒故纵的游戏，他说他不会先打电话，所以我把他的电话给了福尔德。几分钟后，福尔德回电话告诉我，戴蒙德对雷曼没有兴趣。我告诉他不对，戴蒙德有兴趣。之后福尔德再次给戴蒙德打电话，而戴蒙德再一次拒绝了他。福尔德生气地再次向我抱怨。这情景就像在演阿伯特和科斯特洛（Abbott and Costello）的滑稽小品。

“我搞不清楚这里究竟发生了什么。”福尔德说。

最终，戴蒙德告诉福尔德他会做些调查，但是市场的变化超出了他

的想象。星期四，雷曼的股价又下滑42%。回购贷款人开始从雷曼出逃，就像从贝尔斯登出逃一样。它们在那一周减少了超过500亿美元的贷款。对冲基金争先恐后地撤出其存放在雷曼的经纪人账户内的资金。摩根大通要求雷曼额外补加50亿美元的抵押，并警告这个要求可能在周末上升至100亿美元。天体物理学博士、纽约美联储市场分析主管海丽·博伊斯基（Hayley Boesky）发了封标题为："恐慌"的邮件。

"按1～10这个标准，10代表贝尔斯登发生危机那周的恐慌水平，我认为现在的恐慌水平是12。"她写道。

雷曼的回购资产规模是贝尔斯登的3倍。其全球拥有8 000家子公司，超过10万的债权人，超过90万未平仓衍生品头寸。这不可能相安无事。

"可以完全预期LEH破产之后是WaMu，然后是ML。"博伊斯基写道。这是雷曼、华盛顿互惠和美林的缩写。"所有人都在乞求，祈祷一个大规模解决方案，其范围远超过仅雷曼一家。"

整整一周，汉克坚持通过他的私人电话透给市场一个一致的信号：政府不会资助对雷曼的收购。他告诫美国银行和巴克莱，这是一次不存在政治意愿的贝尔斯登式收购的翻版。他在那些电话中暗示，一个处置长期资产管理公司式的私人公司组成的银团，将有效吸收雷曼的部分风险，但是他坚决不会花费更多纳税人的钱来拯救一个破产的机构。这还不是汉克的真正决定：他不能告诉美联储如何动用其权力。虽然本·伯南克没有排除美联储在必要时扮演相关角色，但他还是在我们的内线电话中表达了厌恶之情。

从私下谈判的立场来说，我想这是有意义的。我们不希望肯·刘易斯或者鲍勃·戴蒙德期待着纳税人帮他们购买雷曼。在贝尔斯登、房利美、房地美之后，华盛顿真的已经变成了一锅《旧约》中的民粹主义和道德风险原教旨主义的集合。我们不希望助长这个想法：政府的帮助是触手可及的。

但是无论"无政府出资"的优点能在谈判中处于什么位置，我都不认为这作为实际政策有什么意义。对贝尔斯登的干预已经是一个解决严重问题的好方法。我相信如果我们能找到一个摩根大通这样的角色来收购雷曼，我们再承担一些风险来完成收购，那么无论我们是否乐意，这么

做都是最符合国家利益的，我们也不用过于担心一家独立公司的命运。但是在巨大的危机中，你不可能允许一场对大型金融机构的胡乱清算，除非你能为其他的系统核心设置保护圈和一道有效的防火墙。而美联储显然没有提供危机保护的能力。如果雷曼破产，美国政府再公开宣称我们已经结束了紧急财政援助，那么理性投资者显然会从其他的金融机构中出逃。我并不在意“无紧急财政援助”作为谈判的姿态，只要我们能理解，最终私有资本不会自发地为缓解全球性危机埋单。

星期四晚上，当汉克在与伯南克和美国证监会主席克里斯·考克斯的电话会议中反复强调他的无政府资金立场时，我开始担心他真正的用意是什么。他宣称不想成为“救济先生”，不会支持另一项贝尔斯登式的解决方案。我能听出那些试图引导他不要支持美联储在其中扮演任何角色的政策顾问对他的影响，劝阻他不要和我讨论贝尔斯登式的方案。我能理解汉克所承受的巨大压力，国会对他在房利美和房地美问题上出现逆转大为光火，许多共和党人担心紧急援助议案会帮助奥巴马入主白宫。我还是认为我们应当“保留可能性”，就像鲁宾通常做的。我不想让我们承诺不作为，作茧自缚。

周五早上，汉克的团队似乎已经完成了从私人讨价还价立场到公共政策的转变。主流报纸、新闻专线和电视财经频道开始详细阐述政府无意动用纳税人的资金来拯救雷曼，所有信息来源都和汉克相关。“保尔森坚称没钱给雷曼，”彭博资讯报道。汉克的政策助理透露出他谈话的重点：市场已经为雷曼的破产做了数月的准备，一级交易商信贷便利已经就位，这将保障程序的顺利进行，布什政府也不会容忍靠纳税人救助的协议。我告诉汉克这是个巨大的错误，不负责任地摧毁了市场信心。这不是告诉市场它们只能靠自己的恰当时机。我们现在承诺不作为，注定在今后的风险控制上要多作为并花更多纳税人的钱。

在危机中，这是我和汉克产生的为数不多的一次隔阂。我和伯南克甚至也有了一定的隔阂。我意识到他们的顾问教给他们政治权宜之计，以远离我们做出的难以接受的行动和我们将要做出的我认为更加难以接受的行动。在金融危机中，人类的本能，特别是政治本能，就是避免不受欢迎的干涉，让市场按你的想法运行，告诉世界你在惩罚肇事者。但是不加控制的放任自流会比采取坚决必要的措施防止危机从最薄弱的机构蔓延到整个系统核心的方法给经济层面造成更大的破坏，最终造成更严重的政治上的破坏。承诺不再冒任何风险，我认为是在冒火上浇油的

风险。

这些异议最终证明是无效的。汉克和伯南克本来有改变进程的勇气，做需要做的事。但在之后几个月，我们在似乎永远不会终止的电话会议上不断交流，确保我们达成共识，防止惶恐的同事们将我们拖回保守的立场。但是在危机时刻，我担心所有反援助的论调都会威胁到我们寻找雷曼买家的能力。无论是美国银行还是巴克莱，都对没有援助的交易毫无兴趣。市场已经完全撤出了雷曼，终场铃在周五响起，雷曼只剩下最后的20亿美元现金。如果我们在周末找不到对策，周一剩下的就是一具尸体。

那晚我们召集了最重要的金融CEO参加纽约联储紧急会议，我们聚集在一楼铁门后一个昏暗的会议室里，我们都能听到地铁隆隆的声音。每个人的面部都惨白而紧绷。地位和金钱都处于危机之中。没人能确定他们的公司能够幸免。我们之中也没人见过如此的场面。

汉克刚从华盛顿飞过来，解释说雷曼处于破产边缘，我们需要找出保护它的方法。他说，一个选择就是和另一家公司合并，而且现在有两个买家。但是没有一家愿意承担雷曼所有的风险。必须有人在星期天晚上亚洲市场开盘前为这项交易融资，并且这个人不可能是政府。我回想起了“无政府资金”的立场，尽管我谨慎地试图把这归为华盛顿的普遍厌恶情绪。

“华盛顿对援助没有政治压力。”我说。

花旗集团的潘迪特很快就提出了每个人都在思考的问题：美国国际集团和美林怎么办？我告诉他们先把精力用在雷曼上，但是潘迪特这么想是对的。我们这个周末有三个切实存在的危机，而不仅仅是一个。

美林的股价在一周中下滑了超过1/3。如果雷曼走贝尔斯登的路，那美林就会被普遍认为是下一个最弱的投资银行，新一轮明显针对美林的挤兑不可避免。同时，美国国际集团的股价在一周之内下降了将近50%，其信用违约互换的利差扩大到超过我们3月介入时贝尔斯登的利差水平。纽约联储市场部的高级官员帕特里夏·莫瑟（Patricia Mosser）在我去参加讨论雷曼的会议前发给我的邮件中写道：“美国国际集团所面临的严重的流动性问题威胁到了其生存。”

当我和银行家们在一起的时候，博伊斯基发给我另一封关于在对冲

基金市场中发生恐慌的邮件。

“现在的焦点是美国国际集团了，”她写道，“我听说问题比雷曼更严重，每家银行和交易商都有对它们的风险敞口。”

那个周末纽约联储的现场是一幅超现实主义的狂热场景。

汉克和几个助手在我们团队位于第13层的临时总部旁边安营扎寨，这是一个通用的工作空间—我们称之为快捷假日酒店（Holiday Inn Express）—它对于危机处理起到的作用甚至是极为有利的，可以让我们在一起一条龙办公，这是我们在行政楼层的孤立办公室无法实现的。大楼里到处是银行家、律师、会计师和一批有着一系列利益纠葛的华尔街公司分析师，尽管相互怀疑地打量，但都意识到他们在避免系统性的崩溃时有着共同的利益。我们试图在不同群体间保持距离；来自雷曼的一个团队在我们的医疗办公室进行工作。汉克和我待在彼此的旁边，在会议室之间穿梭，在危机中穿梭，走出去接电话也没能改善我们的情绪。事情实在是太多了。

在将银行家分成三组的前一天晚上，我们告诉他们：一组对雷曼的不良资产进行分析，帮助促进潜在的并购；一组调查具有长期资本管理公司风险处置风格的可以接管雷曼公司的财团，逐渐减少雷曼公司的业务；另外一组帮助做破产准备并限制冲击的连锁反应。汉克警告他们，我们会仔细关注所有情况，我们会记得谁帮过忙以及谁不帮忙。早在20世纪90年代，贝尔斯登是唯一一家拒绝加入美国长期资本管理公司拯救财团的大公司，败坏了其在华尔街的形象。我提醒这些银行家们，声誉风险之外，雷曼公司的破产将危及所有的公司，并会潜在地削弱整个金融系统。

星期六没有传来好消息。肯·刘易斯告诉我们，在雷曼的投资组合里大约有价值700亿美元的有毒资产。而前些天他说过美国银行不接受高于400亿美元的不良资产。基本上，美国银行不感兴趣了。巴克莱银行告诉我们会在任何交易中舍弃雷曼不良资产中最差的520亿美元。而华尔街队团队通过彻底检查雷曼的报表很快得出结论，这些不良资产的价值大约只有雷曼声称的一半。而如果私人财团进行行业救助，将面临这个留下的真正的资本漏洞，相当于美联储通过Maiden Lane资产平台在贝尔斯登案例中购入不良资产所承受风险的10倍。

不幸但不出所料的是，研究长期资本管理公司式选择方案的团队指出—在雷曼倒闭之前，把一些资本投入雷曼—这个决定是毫无意义的。雷曼的资本漏洞太大，即使该财团成功为之融资，也必须在激烈的挤兑狂潮中担保雷曼的交易头寸。不出所料，我称为“熄灯情景”的调查团队认为，雷曼的破产会给系统带来毁灭性的影响。

这也给巴克莱银行留下了一个辅助方案，而这是避免灾难的唯一选择。勉强的支持方式是设立一个私人财团，通过类似Maiden Lane资产平台的方式，给雷曼的不良资产融资—银行家称之为“垃圾公司平台”（ShitCo）—这样的话，巴克莱银行可以购买公司剩余的不良资产并保证雷曼的交易账户。汉克和我会见了戴蒙，接着是布兰克费恩，他们都认为财团将使竞争对手渡过难关。但他们也提出了一些令人不安的问题：当资本和流动性匮乏，没有人认为解决雷曼的问题足以平息更大的风暴时，推动大型金融机构承担价值数十亿美元的额外风险真的有意义吗？要是下周我们不得不重新组建财团来避免另一次公司破产，情况会怎样呢？要是市场对于这些强大的公司进行惩罚，原因是假设这些大公司目前要负责抢救它们较弱的竞争者，情况又会怎么样呢？

戴蒙和布兰克费恩不是没有私心的，但我认为他们提出了合理的担忧。这很快会使全部努力变得没有实际意义，但如果私人财团和巴克莱银行在整个交易融资中犹豫不决，我会支持美联储承担一些风险。我相信本和汉克也有同样的感受。防止雷曼违约已成为我们的当务之急，因为我们没有能力控制惨败后的核爆尘埃。

“你们需要知道，如果我们不能找出解决方案，我们就没有能力来将你们或者金融系统与严重的危机后果隔离开来。”我告诉大家。

与此同时，美国国际集团正在恶化。它有一个1万亿美元的资产负债表、115 000名员工和一系列坚实的保险业务。但像对冲基金一样运作的、称为美国国际集团金融产品部门（AIG Financial Product）的附属机构使整个公司陷入风险，它销售着应对房价暴跌的风险保险。它利用了美国国际集团的传统业务和AAA信用评级的优势，做出了无法履行的巨大承诺。如今它被所承保的担保债权凭证和其他不良的抵押贷款证券所要求的追加保证金所围困，其对现金的渴望只是因为已经无法在信用市场上融资了。而评级机构像往常一样姗姗来迟，且威胁要降低美国国际集团的信用评级，这将迫使它弥补数十亿美元额外的抵押品。

“它们面临星期一来自穆迪的下调多个等级的可能性，这可能是死亡的丧钟。”唐·科恩写道。

美国国际集团的主要监管机构—储蓄机构管理局，已经不在意这些烦恼了。那年夏天，维伦斯坦德有一次到我办公室，在他暗示了危险之后，我的一些纽约联储同事与美国储蓄机构管理局人员会面，而他们已经习惯于这种警示了。但在那个周末，我对公司极度缺乏了解，又是因为美联储没有权力或责任监督保险公司。现在维伦斯坦德希望美联储提供一个开放式的贷款，但他看上去并没有增强美国国际集团的计划。正如唐所说的，他想要一座“不知通向何处的桥”。让我感到难以置信的是，我们还将拯救该公司。我在周末指派了一个纽约联储团队，针对面临美国国际集团违约风险的金融市场进行分析，并评估违约可能对这个脆弱的体系将造成的破坏。

“最后如果它们因为联系太紧密而不能倒闭，我们就只能睁一只眼闭一只眼，但这就像打开一个装着不知名虫子的罐头，将惹出一大堆麻烦，”唐写道，“我们应该确信我们是否考虑到这是一个永久性方案的短期过渡。”

星期六上午，维伦斯坦德表示，美国国际集团可能需要多达300亿美元。但他显然不知道事情有多糟糕。“我们认为它离破产只有几天了，而他们认为这是一个暂时性的问题，”本在一封电子邮件中说，“这种脱节是有危险的。”到了那天晚上，在仔细检查完公司报表后，美国国际集团的银行家们认为公司实际需要大约600亿美元。

然而，星期六晚上我回家时，我对于我们面临的另外两个现存的危机感到相对乐观。汉克和我曾敦促美林证券的CEO沈约翰尽快找到买家，而他现在正与美国银行谈判一项交易。这也解释了为什么美国银行对雷曼不感兴趣—肯·刘易斯显然是倾向于美林的零售经纪商团队—同时也提供了一个快速解决美林困境的私营部门解决方案的诱人选择。而巴克莱银行看起来似乎准备继续收购雷曼。尽管仍有一些悬而未决的问题—在我看来，最后时刻的联储援助仍然可能—但是我认为我们有一个不错的机会来避免违约的打击。

但希望很快破灭了。

星期日清晨，我接到了英国最高金融监管者卡勒姆·麦卡锡（Callum

McCarthy）的一个电话，他以前在巴克莱工作。他告诉我，他的机构不确定巴克莱是否有足够的资本为雷曼的风险埋单，或有足够的能力来保证雷曼的交易头寸。他还告诉我，在可能要花几个月时间安排的股东大会投票前，法律甚至不允许巴克莱银行支持雷曼的交易。

我完全惊呆了。我们站在了世界末日的边缘。我们没有并购的选择，除了巴克莱银行，没有其他可能的买家，而且巴克莱的监管机构对这桩交易有什么问题我们也毫不知晓。我不相信在没有获得监管同意的情况下，巴克莱银行能走得这么远，但情况已经这样了。

"你是说你不会批准吗？"我问。

麦卡锡不会这么说，但他提出了很多后勤和监管方面的障碍，这是在变相表态。他表明，就算没有接管雷曼兄弟，英国银行业也已经有足够多的问题。当我们询问如何得到政府支持时，他没有回答。我试图强调全球金融系统的稳定取决于这项交易，而延迟等于否决。

"祝你好运！"麦卡锡说。

我走进汉克的临时办公室。"我们完蛋了。"我说。

即便动用第13条第（3）款所规定的"特殊和紧急情况"权力，我们也不认为我们有法定权力担保雷曼的交易债务。我们不认为我们可以合法地借给他们继续经营所需要的大规模资源，因为我们认为他们不具有任何偿还能力。汉克打电话给英国财政部长阿里斯泰尔·达林（Alistair Darling），看他是否可以豁免股东投票的要求，那样的话，巴克莱银行可以立即担保雷曼的交易账户。但达林不愿这样做。

"他说他不想被我们的危机波及。"汉克告诉我。

他听上去很震惊而且沮丧。当我们下楼去告诉银行家，财团不再有必要组建了—他们应该为悲惨的星期一做准备—汉克以其独特直率的风格宣布英国耍了我们。前国会议员克里斯·考克斯还把自己当作一个政治家，然后奇怪地向银行家们充满爱国主义地为国家服务表示感谢。我抱怨道，"那些溢美之词远超过这间屋子里的人应得的。"银行家们只是试图保护自己免受自己导致的致命风暴的影响，我实在没有心情恭维他们。

在我们如此沮丧之时，英国的监管机构有其合理的考虑。从整个经济比重的角度来看，英国的银行系统是美国银行系统的5倍；从某些方面说，它也更容易受到影响。当世界正在迅速恶化时，它们不认为巴克莱银行强大到足以承受雷曼如此巨大的风险。由于我们没有像救助贝尔斯登一样致力于这项交易，所以它们感觉到美联储不愿意支持这场交易，这可能使它们更加担心。然而，我坚信美联储将与一个有意向的买方一起帮忙资助这笔交易，而且我认为不管汉克的下属对记者说了什么，他都会支持这笔交易完成。但是美联储的援助并不能消除巴克莱银行的风险，更别提英国人要求的股东投票表决了，我根本看不出股东投票能够如何改变英国的立场。

无论如何，我们都别无选择。我们已经在贝尔斯登救助案例中向外界表示，我们可以通过另一家金融机构促成这场对投资银行的救援，但是如果没有一个意向性买家，我们认为不能独自合法地完成这场救援。我们已经表示，可以延伸我们的权力边界，用以承担一定的风险，但是美联储的应急机构限制了我们所能承担的风险大小；我们是美国的中央银行，我们不会在无视适用法律的情况下向被挤兑的金融机构贷款，我们只可以贷款给那些有充足抵押品、有偿付能力的金融机构。虽然我们有关于抵押品充足程度的自由裁量权，但我们不能为了弥补雷曼兄弟的资金漏洞而注资，也不能全盘担保雷曼兄弟的债务。

我和汉克一起向伯南克和唐做了关于巴克莱银行已经出局、雷曼兄弟就要倒闭的简报。“这将是一场灾难。”我说。他们问我是否有备选方案，但是我没有。我们一时之间手足无措。

那时，我们唯一能做的就是试着去减少雷曼兄弟破产所带来的危害。我们决定加大流动性计划的力度，大幅扩大向投资银行和商业银行贷款的便利，为抵御进一步的市场侵蚀做好融资准备。我们同意接受可用于三方回购贷款（通过一级交易商信贷便利实现）的任何抵押品。我们也通过定期证券借贷便利把国债换成低至BBB–级的债券，而不是继续坚持要AAA–级以上的债券。而且我们决定继续借数百亿美元给雷曼兄弟的经纪自营商部门，由其更高质量等级的资产做抵押，直至其能逐步减少交易。我们希望这能减轻对金融系统的打击。

那个星期天晚上唯一的好消息是美国银行同意以29美元每股的价格收购美林，这确实是一个非常好的消息，虽然我们没有心情庆祝。在千钧一发之际出现的这笔500亿美元的交易，至少暂时消除了另一个对金

融稳定的巨大威胁。

但相比之下，美国国际集团仍处于水深火热之中。而且我的团队研究得出其破产的潜在影响将持续地在整个系统蔓延。美国国际集团涉足人身保险、人寿保险、财险、车险，掌握着数以百万美国家庭的退休账户，而且还向180 000家企业提供保险，这涉及美国2/3劳动力的保险。它还持有2.7万亿美元的衍生品合约，其为防止风险的信用违约互换大范围地为金融系统提供保护。如果它崩溃了，世界最大的金融机构将会忽然发现自己没有了抵御巨灾风险的保险，而且往往就在它们最需要该保险的时候。违约也会造成美国国际集团零售保险业务的不确定性，并且逐渐扩散，损害全世界对保险行业的信心。

尽管如此，维伦斯坦德的最新提议—他希望美联储向美国国际集团提供400亿美元的贷款，以使其恢复原来的评级—似乎是另一座通向不知何处的桥。尽管雷曼兄弟的破产使得系统更加脆弱，更易受到某个系统关键公司忽然崩溃的影响，但我仍不能确信我们能找到一个可行的办法来拯救美国国际集团。

那夜，我们还有另一个问题：雷曼兄弟的董事会拒绝承认其将油枯灯灭。危机之中，我们总是试着在亚洲市场开盘前的星期日晚上公布重大消息，用以避免恐慌，这样投资者将有尽可能多的时间来消化消息。但是那时亚洲市场已经开盘，而雷曼兄弟又还没有宣布申请破产。这家拥有158年历史的公司仍然希望挣扎到最后。

我和汉克向考克斯施压，阻止他继续犹豫，敦促雷曼兄弟签署破产文件。这是美国迄今为止最大的破产案—雷曼兄弟的规模是世界通信公司（WorldCom）的6倍—考克斯不愿意告诉其高管们该做什么。他不希望自己的双手染满鲜血。但是我们既需要宣布流动性扩大计划，又不能让人们觉得这些举措将是雷曼兄弟的救命稻草。汉克已经对证券交易委员会失去了耐心，他向考克斯大喊，催他拿起电话，让雷曼兄弟执行破产程序。

“你们就像只会胡乱射击的黑帮！”他说。

最终，考克斯和我的律师汤姆·巴克斯特一起打电话给雷曼兄弟董事会，一起宣告了雷曼兄弟破产，别无他法。凌晨1点45分，雷曼兄弟终于申请了破产保护。

我觉得很失败。在权力范围内我们竭尽所能，根据具体情况提出了各种策略，但是危机之火仍然在不受控制地蔓延。我们已经以各种方式延伸了美联储的权力范围，但真正的限制始终存在。美联储不能以一己之力承担无法避免的灾难重负。我们需要美国政府的全部资源用以部署，且政治体系必须帮助拯救金融系统。我和汉克经一条走廊走回办公室时，我对他说："现在你必须去国会了。"

我和伯南克几个月来一直对汉克说，应对这场危机最终还是需要一个全面的立法，以授权政府承担更多的风险。汉克已经行使了那年夏天国会赋予他的权力，承诺用2 000亿美元支持房利美和房地美，但是要支撑金融系统的其他部分，还需要更多的资金和权力。汉克同意现在到了征求紧急立法的时刻了。强烈的抵制在所难免，但我们不能再继续用胶带和慰问函亡羊补牢了。我们必须避免另一场雷曼兄弟式的崩溃，而一场就已经够可怕的了。

那晚，我在美联储意大利风格的"角楼"（12楼电梯后面的一个小凹室）里小睡了几个小时。汤姆·巴克斯特告诉我，20世纪90年代，在审判国际商业信贷银行丑闻案期间，国际商业信贷银行的前总裁就曾被囚禁于此。接下来的两周里，我还要睡在这间黑暗的房间里，如果我睡得着的话。

***

我的周一以一通来自欧洲央行行长特里谢的电话为开端，他曾对我们的贝尔斯登干预称赞有加。现在，他以混有惊讶和嘲讽的法国口音质问我们，他想知道，我们是否疯了。我们怎么能让雷曼兄弟破产，我们为什么要制造另一场全球恐慌潮。

我们不是故意如此的。我们受到了权力范围的限制和英国监管机构担忧的影响。但是毕竟没有关于不紧急救援的说辞，世人自然会认为我们这是故意给华尔街一个教训。

大部分媒体实际上都认为雷曼兄弟的破产是一件好事，是为维持纪律而采取的大胆行动，是对盛行的道德风险的一个有益的矫正。一边，《纽约时报》社论版称之为"奇妙的使人宽慰的行动"；另一边，《华尔街日版》宣称"政府不得不在某处划清界限"。我并没有因这些胡话而感到欣慰。我们并没有选择划清界限。我们已经无能为力，而不是无所畏

惧。我们尽力了，但未能阻止灾难性违约。公众对此仍然知之甚少，部分是因为汉克和伯南克决定不在公众面前承认失败，他们认为解释的行为是费力不讨好的。他们认为在那种时刻承认我们没有足够的能力解救雷曼兄弟，将会加剧恐慌，不解释反而可能是正确的。

不管怎样，恐慌仍是强烈的。出乎很多对信心的预测，金融市场并没有表现得像是已经为雷曼兄弟破产做好了准备。周一整体股价下跌近5%，金融股，如华盛顿互惠银行（下跌27%）和花旗银行（下跌15%），下跌得最厉害。对冲基金从摩根士丹利的账户挤提了100亿美元资金，以高盛违约为标的的保险价格几乎翻倍，不管投资银行个别机构有多坚挺，市场还是开始对投资银行模式失去信心。商业票据市场骤然停止；即使是世界上评级最高的公司之一通用电气，也挣扎着借入资金以缓解其大型金融子公司滚动支付短期借款的压力。而且，一月期美国国债的收益率从1.37%骤降至只有0.36%，这是一场令人不寒而栗的逃出生天之旅。

最绝望的逃离来自美国国际集团，评级机构急剧下调其评级事件之后，其股价又下跌了60%，跌至5美元，就这样从峰值超过150美元狠狠地硬着陆了。纽约州政府允许其把来自受保险监管的子公司的200亿美元资金用于追加其金融产品部门的保证金，但是临时的救济只能突显它的绝望。美国国际集团正在失血而死。

美联储的团队对美国国际集团的情况和保险公司破产制度研究得越多，对存在潜在有序的解决方案的信心就越少。他们对公司研究得越深，就越担心其崩溃将严重损害已处于危机边缘的金融系统。世界上几乎所有大型的金融机构都持有一些关于美国国际集团的风险敞口。一些头寸即使已经对冲，但是现在还不清楚该对冲在崩溃的金融系统之中是否还有价值。即使是与美国国际集团违约直接相关的风险头寸不太严重，危机仍会隐藏在市场对美国国际集团破产的反应之中，这将增加人们对其他公司破产概率的期望。没人知道谁是安全的，因此每个人都倾向于假设交易对手处于最坏的情况中，这是造成抛售和流动性短缺的因素之一。我下属的一系列备忘录警告了多重溢出效应。例如，欧洲的银行购买了美国国际集团的信贷风险保险，从而降低了其资本要求，如果失去这份保险的保护，欧洲的银行将突然面临180亿美元的追加资本要求，并且必须在这最糟糕的时候去筹集资金。

为美国国际集团找到一个私人部门解决方案的希望渺茫，但我认为

我们必须做出真诚的努力去继续探索。与维伦斯坦德协商后，那天早上我要求摩根大通和高盛派它们的高管来美联储，看它们是否能给美国国际集团安排一个信用额度。“不要以为可以动用美联储的资产。”我说。他们很快得出结论，美国国际集团要想存活下去，至少需要750亿美元资金。雷曼兄弟违约发生以后，随着资本市场的冻结，要银行提供这种规模的现金似乎不切实际。但各银行拿不出数十亿美元的闲置资金去冒险资助一家失血过多的大型保险公司。它们必须考虑如何保护自己。

这让美联储成为唯一现实的选择。要贷款给一家保险公司感觉仍像是要跨过好几条卢比孔河（意大利北部河流，为高卢和罗马共和国的界河，公元前49年恺撒越过此河与罗马执政官庞培决战，意指越过雷池）一样艰难，但我们已经成功跨过前面许多条了。正如伯南克所说，美国国际集团出问题的部分更像一家投资银行而不是一家保险公司，而且我们已经贷款给投资银行了。伯南克和汉克都比我早意识到我们必须对美国国际集团做点什么。

当世界都在燃烧时，很难感受到希望，但是周一早上，和我一样厌恶道德风险原教旨主义的、尖刻的巴尼·弗兰克（Barney Frank）的一个电话让我开怀而笑。他若有所思地说，如果不出意外，对跌停的恐惧可以挫败对政府不作为主义的支持，而且能触动政治阶层使其认真对待金融危机。

“也许这能让那些疯子闭嘴。”他说。

当在凌晨3点你不得不召集一次电话会议时，你就知道事情的前途一片黑暗。在与财政部和美联储高级官员的通话中，我开始回顾美国国际集团的系统性风险。相对于雷曼兄弟，美国金融系统似乎更容易受美国国际集团的影响。欧洲和亚洲也是如此。美国国际集团不仅规模比雷曼兄弟巨大，还持有更复杂的衍生工具组合，因此其股票价格下降得更快，这对市场来说更加可怕。

“如果他们违约，你将看到所有金融公司都爆发集体违约。”我说。换句话说，将爆发一场全球范围内的大规模恐慌。

几天前，我还认为我们不可能帮助保险公司。但在9月16日周二的早些时候，我就改变主意了。让美国国际集团破产似乎是预示着第二次大萧条。至关重要的是，我们应尽其所能去阻止这些发生。

那天早上，摩根大通和高盛告诉我，它们绝对不会答应给美国国际集团安排私人贷款。如今我们必须弄清我们的行动是否合法。根据法律，美联储只能借钱给有可靠担保的一方，即使雷曼兄弟没有越过这一障碍，但我觉得美国国际集团有可能。

投资银行靠的几乎完全是信任和信心。没有可靠的信誉，它们就什么都不是。这就是为什么古典银行建筑通常是由石头做成的，门前竖着巨大的柱子，这也是为什么贝尔斯登、美林还有雷曼失去了曾经稳定的声誉就需要潜在买家来收购了。但美国国际集团不同。它旗下不止一个品牌。它在130个国家有7 400万投保人付给它保险费。与基本由客户与其交易意愿所形成的特许价值的投资银行不同，美国国际集团是一个由庞大的创收保险业务组成的巨大的全球帝国，随着时间的推移，它可以通过其具有类似对冲基金的功能对冲损失。那天早上晚些时候我打电话给沃伦·巴菲特，问他如何看待美国国际集团的传统保险分支机构的盈利能力，巴菲特对其潜在价值非常乐观，这也使我更有信心，可以确保我们法律测试的满意度。如果母公司没有倒下，这些传统保险业务将有很好的机会来保留其价值。

周二清晨，我的同事克里斯·卡明（Chris Cumming）替我出席了联邦公开市场委员会例行会议，以便我能处理危机。会议前，我与本·伯南克、汉克·保尔森和凯文·沃尔什聊过，我告诉他们美国国际集团借款数量有点不可思议，至少需要850亿美元。“如果你希望这是决定性的，那数量必须很大。”我说。我承认任何形式的救助都会产生道德风险，但没有提到为什么拯救美国国际集团而不是雷曼？这是公共关系的博弈。我说过“我没有压力去向公众做出这样或那样的解释”。我指出只有伯南克和汉克才会有这样令人讨厌的特权。

我们可能把美联储风险暴露给了一个即将崩溃的保险公司，的确存在这么一种可能性，我们的贷款只是把严重违约的时间延后了而已。我们都能理解凯文的难处。我们也是如此。但我认为除了拯救美国国际集团已经别无他法了。看上去尽管是个败笔，但在我们的权力范围，这是避免大规模危机唯一能做的了。

“我们没有可行的替代方案，”我说，“我们现在所处的环境使得我们无力去减轻违约所造成的后果。”

当我们在犹豫是否采取行动的时候，听说美国国际集团正在准备申

请破产。我立马致电维伦斯坦德。“还不是那样做的时候。”我说道。当他问我为什么时，我告诉他美联储正准备采取一些措施来救助。华盛顿不救助的立场已经走到头了。

伯南克认为我们不能再冒另一个系统重要机构在强烈动荡时刻轰然倒塌的风险。汉克同意再写一份告慰函来取得财政部对于美联储救助美国国际集团的支持。

我们现在所遭遇的金融危机比我之前在墨西哥、印度尼西亚，还有韩国见到的更加可怕。英国当局已经冻结了一些雷曼客户的账户，即使当天所有的公司都发布了可观的收益，但境外的对冲基金还是打算从高盛和摩根士丹利撤回资金，以避免遭遇同样的厄运。同时，美国当地储户当天从华盛顿互惠银行提取了20亿美元，是当初在因迪美银行挤兑数量的两倍。测量银行体系恐慌的标杆“泰德价差”，已经超过了1987年股市危机所创造的纪录了。

周二，除了美国国际集团之外，令人更恐惧的进展是货币市场基金“跌破面值”，这意味着它不再向投资者保证保本了。货币市场基金一般被认为和银行存款类似，和银行存款有相似的安全性且稍高一点的利率。但是一些货币市场基金投资于一些超越它们风险认知程度的商业银行票据和其他的衍生品。一个叫作“一级储备”（Reserve Primary）的基金，在夏季其他人都抛售雷曼票据的时候，甚至把它们加入投资组合。以至于在雷曼破产之后，引发了赎回潮。雷曼的票据大概在620亿美元的组合中仅占1%，但由于该基金没有足够的资金来缓解其所遭受的损失，这些损失便足以使它破产。到那天晚上为止，赎回份额接近该基金的2/3。

该基金向纽约联储寻求帮助来避免破净，但遭到了拒绝。我们不认为我们能够停止挤兑，如果同意他们的请求相当于隐性地为货币市场3.5万亿美元的资金提供担保。美联储没有法律责任来保护货币市场基金和弥补投资者的损失。

“荒谬的要求。”唐·科恩在邮件中同意道。

不过破净事件引来了对所有大型的货币市场基金的普遍猜疑。接下来的一周，机构投资者大概撤走了3 000亿美元的资金。一级储备基金的崩溃使得其他货币市场基金对待风险更加谨慎了，不再购买商业票

据，减少回购放贷，这对银行和其他机构来说意味着流动性危机更甚了。从根本上讲，短期融资，不管是否有担保，基本都消失了。无担保的，无论历史上表现得多好，就算被看作货币等价物也无济于事，系统中已经没有足够流动性来购买了。这就是教科书中所定义的恐慌，唯一不同的是书本中没有记录如此严重的案例。

那是个疯狂的时代，证据就是连一级储备基金的新闻都没有引起我的关注。所有的事情都从天而降，我正在为设计一项拯救美国国际集团的计划而困扰着。下午4点，我们给美国国际集团董事会提出了一些用来解救它的条款，类似于私人银行家想要增加融资时提出的那些苛刻条款。经华盛顿美联储理事会批准，纽约联储提供给美国国际集团850亿美元的信用额度，但也伴随着至少11%的惩罚性高利率以示警戒。作为回报，美国国际集团将让渡79.9%的股份，一旦幸存下来，纳税人将是最大的受益人。我和汉克同时通知维伦斯坦德，他已不再是CEO了；汉克说服好事达保险（Allstate）首席执行官埃德·李迪（Ed Liddy）来接任其工作。虽然政府不会控制美国国际集团，但我们认为必须建立新的领导层。汉克和我很明确，我们急切需要一个答案。

维伦斯坦德与美国国际集团的律师团包括黏人的罗杰·科恩立马致电给我们，问我们能否在一些条款上做出让步。

“这是你们必须接受的条款。”我说道。

我认为董事会应该能做出正确的选择，如果破产，美国国际集团的股东将会更加糟糕，所以一个小时后他们回电接受了提议。

那天早些时候，美国国际集团告诉我们，它们需要40亿美元来维持上午的周转。再一次，它们明显低估了自身的问题，现在它们要求花掉140亿美元。我们必须保证政府支付系统做好准备来给它们提供现金。它们必须翻箱倒柜地用股票和其他证券在纽约联储做抵押。未来3天，它们还需要230亿美元。

在那周之前，很难理解美联储居然会借贷给一个被挤兑的公司，且买下一家上万亿美元公司4/5的股份。我们还破除了与商业银行和其他金融系统之间的屏障。我们对美国国际集团发生的一切感到震惊，但我们还是决定尽一切努力来保持金融系统的稳定，保护实体经济，避免大萧条时期的历史重演。

“中央银行的存在就是为了承担极端的风险、灾难性的风险，”那天晚上我向新闻记者概述道，“在危机时期，你可能会做以前从没有想过的事情。”

我知道我们可能会被质疑奖赏无能者，或者是向老鼠洞里扔纳税人的钱。但我们知道已经替纳税人做了最合理的交易，不仅仅是因为借贷条款，更是因为避免了对经济造成更严重的危害。我的预感很快就得到了验证，汉克·葛林伯格（Hank Greenberg） 这位咄咄逼人的美国国际集团前首席执行官以及公司的大股东向我抱怨，美联储在美国国际集团的股份太多，得到了太多好处。我被这种厚颜无耻的行为震惊了。从根本上说，他希望我们归还大部分。我告诉他，我们做这笔交易不是为了赚钱，如果他愿意承担风险的话，我们很乐意把一部分股权卖给他。让我感兴趣的是，葛林伯格坚信我们从美国国际集团得到了可观的收益，而不是其他人所认为的数百亿美元损失。他是对的，那是因为政府在接下来那些年里采取了一系列措施来稳定公司和金融系统。他联合其他股东最终起诉联邦政府，声称我们不公平地粗暴对待了所救助的公司。

公众对向美国国际集团放贷的反应超出了正常范围，劝说美国人民相信关于救助是谨慎且必需的，是为了保护实体经济不受金融系统影响的说辞没有取得任何进展。我从不看电视上的新闻，除非是《每日秀》，也避免阅读那些评论我们行为的期刊。但我知道我们的民众支持率已经下滑了。

在以徒劳的举动去对抗压倒性共识的过程中，我曾致电《纽约时报》编辑，抱怨他们虚构的诽谤性故事，这个故事把对美国国际集团的拯救描绘成是汉克对之前高盛同事的走后门式纾困。我问过劳埃德·布兰克费恩关于高盛在美国国际集团的敞口情况；他肯定地说高盛的风险相对较小，且对冲机制相对完善，我还让他把资料发给我看。然而，《纽约时报》没有修正报道，我的那通电话却引来了更强烈的质疑声。那个记者后来描述了整个风控团队作为高盛仆人的故事，同时在中间附上了吸血鬼和我的图片。在媒体、民众眼中，甚至在金融界，都对我们的动机和能力产生了严重的怀疑。毕竟，我们已经给管理不善的保险公司提供了相当于3年科学基础研究经费的款项。

杰米·戴蒙也告诉我，他没有想到我们会在美国国际集团上冒这么多金融风险和政策风险。

“我不知道如果我是你，我是否会那样做。”他说道。

9月18日，周三早上，恐慌吞没了整个金融系统。

短期国库券的收益已降至负值，意味着投资者已不再信任政府，他们付钱给政府保管存款。美联银行和纽约银行之类的银行都在支持货币市场基金，以防止其跌破净值。场外衍生工具市场接近瘫痪，投资银行四面楚歌，摩根士丹利的客户周三撤出了令人吃惊320亿美金，超过了巴拿马或约旦的年经济产出，其信用违约互换自雷曼倒台以来已增加了两倍。即使是实力最强的投资银行高盛，面对一周损失其1 200亿美元流动资金的一半也显得很无助。尽管“走后门式纾困”的阴谋论者费心地列举事实证明高盛在赚大钱，而在现实世界中，高盛濒临破产。

那天早上在开市前，布兰克费恩给我打电话。我认为在华尔街大亨中布兰克费恩称得上是一个冷静、强大又睿智的人。他听起来有些动摇，尽管也许他只是想让我感到害怕。我不记得我们是否讨论过高盛的处境，但我确实记得在我挂断电话的几秒钟后，我又给他打了过去。

“劳埃德，你不能对任何人讲，你自己公司的人也不行，除非你能使你的声音不暴露你的恐惧，”我说，“你可以将恐惧的语气换成愤怒或是将其掩盖。但你不能让人们听到你恐惧的语气。”

那一刻，恐惧意味着你是清醒的、睿智的。不害怕的人不清楚我们当时的处境有多危险。

我也很害怕，整个金融系统似大厦将倾，在这个系统中无论强大还是弱小的公司都在劫难逃。我们即将遇到的金融危机比1929年大萧条的影响还要大。相比于1929年时的金融危机，现在的市场波动要高出1/3以上；债券息差最高相差超过两倍；家庭财富损失的比例比1929年多出5倍。我对劳埃德·布兰克费恩说，我认为投资银行是咎由自取，我也担心几家大的商业银行受到牵连。前所未有的货币市场基金规模，商业票据加速运转，很可能出现一波大型非金融机构债务违约。我和我的同事都认为，我们即将看到另一场波及十几亿人的全球大萧条。

全球各个国家都在注视着我们，然而我明白美联储并没有足够的权力来阻止这场灾难，这种感觉很糟。我试图在有限的权力下做点事情，而非坐以待毙。我从专业的角度关注着即将出现的问题，思考着如何才能做得更好，并预计了灾难下一步将波及的地方。我让自己保持忙碌，

希望这样能有所帮助。我花费了很长的时间打电话，试图了解市场的本质结构和恐慌的缝隙，联系的人不仅有本和汉克，还有其他在政府工作的同事，以及全球金融系统中重要的人。我和卡罗尔交谈，她耐心地倾听，提出了一些有价值的问题，并将她经过深思熟虑的策略提供给我们，用以安抚公众对于危机的不良反应。我们经常讨论关于危机的医学术语类比—传染、病人筛选、重症监护、动脉阻塞、心脏骤停。

我每天早上坚持锻炼，在运动的时候去思考。在这几个星期里，我睡在塔楼里，早上我沿着哈德逊河跑步，看着早起的上班族们拖着沉重的脚步在华尔街的高楼大厦间穿梭，我试图尽量不过于纠结我们对他们的命运和国家的命运的责任。虽然他们事后告诉我，他们试图在车里跟踪我，但我跑步时仍不安排安保。惰性是我们的敌人，我需要继续前进，这也是我应对危机的基本哲学。在我的桌子上放着一张张潦草的画着方框、箭头和圆圈的复印纸，这代表了我们的选择，就像我在编写剧本。

我不知道怎么形容那些恐怖的日子，直到我看到奥斯卡获奖影片《拆弹部队》才明白。这部电影讲述了一个在伊拉克执勤拆弹部队的故事。我们经历的无非是在高档写字楼中冗长的电话会议，显然没有比战争更恐怖，但看了10分钟的电影后，我终于知道该如何形容面对危机的这种感受：过大的责任与对金融风险巨灾麻木的结合；无力控制局面的沮丧，对救助方法的不确定；对好的策略可能会南辕北辙的洞察；忽视家人的痛苦和内疚；孤独和麻木。当电影中的主角被问到排除炸弹最好的方式时，我喜欢他面无表情地回答道，活着。换句话说，只有那种方法行得通。

在整场危机期间，令我感觉好一些或者说至少不那么害怕的是，无论何时我们都没闲着，防守反击，尝试新事物。雷曼兄弟破产之后，恐惧以前所未有的方式蔓延到全球各个市场，巴尼·弗兰克评论说这也是危机的释放，这是一个不受欢迎的辩护理由。尽管许多人不喜欢政府干预市场，但我们也确信如果放任不管，随之会有更多的违约出现，那将是大家更加无法接受的。通过20世纪90年代的危机处理，我明白应对金融危机的行动从来都不受公众欢迎，这种行动也不值得付出太多的努力来迎合大众的喜好。

道德风险原教旨主义者在雷曼破产后并没有停止对政府干预策略施压。但现在，危机已是失控之局，他们也不好说什么。我们应该更多地

关注该做什么，如何行使我们现有的权力，以及如何让我们获得所需的额外权力。

***

雷曼破产的当晚，汉克承诺寻求国会立法。但他没有马上去国会山，他和我的工作人员都担心布什政府会下台。在一个电话会议上，我信任的顾问梅格·麦克康奈尔突然关闭了我的扬声器。麦克康奈尔是一位充满激情的经济学家，她的批评非常尖锐刻薄，甚至在不是针对我的场合中也是如此。昨天她怒火中烧，并认为财政部需要更广泛的救援权力。世界都处在烈焰之中，讨论再多还有什么用？

“只要告诉秘书去通知白宫，如果他们不马上采取行动，美国各地的大街上将布满救助帐篷和领取救济食品的长队！”她冲着我大叫。

然而，汉克信守诺言。周四下午，有消息称财政部计划寻求授权收购一些拖累市场的有毒资产，股票市场迅速飙升了4%。那天晚上，汉克和伯南克去国会山敦促国会领导人授权紧急支出数千亿美元来拯救经济。伯南克警告说，如果他们不迅速采取行动就晚了。周五早上，汉克公开宣布他将寻求立法，授权财政部购买有毒资产以解冻信贷市场。

我们没有时间等待一项法案浮现并被拖泥带水地写进法律。用伯南克医学术语上的类比，市场处于过敏性休克状态。我们需要立即停止两个死亡循环：一个是货币市场基金的挤兑，这终结了商业票据市场，商业票据市场是为美国最大的公司提供短期融资的；另外一个则是对于投资银行的挤兑，这个威胁将会引燃两次雷曼式的爆炸。

美联储早就已经开始实施一系列创新信贷和流动性计划—定期拍卖便利（TAF）、定期证券借贷便利（TSLF） 和一级交易商信贷便利（PDCF），大部分是由我在纽约联储的同事以及我从华盛顿抽调的一个工作小组合作设计的。在雷曼破产后的日子里，他们创造了另一个衍生工具AMLF（资产支持商业票据货币市场基金流动性便利），笨拙的缩写突显了其笨拙。AMLF是为了重振优质资产所支持的商业票据市场，雷曼破产后商业票据市场停止运转了，AMLF减轻了对货币基金的压力，即联邦储备基金跌破面值后开始的抛售浪潮。AMLF使用了稍微迂回的方法来遏制这个恶性循环，即向银行贷款，这样银行可以从货币市场基金购买资产支持的商业票据—风险由美联储承担。周五上午我们宣

布实施这项政策。两周内它将融到1 520亿美元的商业票据，帮助金融机构和一些最大的美国公司支付薪酬和投资款项。

同一天早晨，汉克宣布财政部将使用外汇平准基金，我们曾用这个基金救援1995年墨西哥金融危机，保证货币市场基金的份额，它是一项果断和有效的举措。公告和我们的行动为更广泛的市场提供了流动性，有助于防止其他基金跌破净资产。这显示出了政府担保的实力。当你能够可信地保护人们免受灾难性的结果时，大家就没有必要采取预期灾难的行动。当你能够消除挤兑的刺激时，你就不必去融资以应付挤兑。

事实上，汉克的担保非常有效，联邦存款保险公司主席希拉·贝尔（Sheila Bair）联系了汉克，说他们可能会引发银行系统的挤兑，并通过鼓励储户们将他们保险资金账户上超过10万美元部分的资金转移投入到货币市场基金上，从而威胁到联邦存款保险公司的保险基金。她是正确的，为表诚意她提出一个替代方案。她建议财政部应该只担保在9月19日之前对于货币基金的投资，消除现金从有担保的银行系统转出的刺激。汉克同意了。

星期五真是繁忙的一天，在另一个发表的声明中，799只金融股票被美国证券交易委员会暂时禁止卖空交易，这项笨手笨脚的政策意在试图阻止危机事件的猜测和谣言。我们对此都持保留意见。这似乎意味着我们对那799家上市公司的信心正在削弱。这样做会阻止投资者对冲风险敞口，也将加速投资者用其他相对安全的工具对冲他们的风险，我认为这其中存在着风险。感觉就像试图禁止风险规避，或者禁止表达对那些受困公司应得的负面观点。但汉克他们尽管通常认为禁止卖空就像焚书，现在也认为卖空者创造的压力已经超出金融系统可承受的范围。考克斯想在采取行动之前得到广泛的政治支持，所以汉克请求伯南克和我鼓励考克斯采取行动。我觉得这值得一试，我真的认为我们应该抛开一切恐慌，紧紧地团结在一起。所以我告诉考克斯，我认为他应该放手一搏。

禁止卖空最直接的受益者似乎是摩根士丹利，摩根士丹利的首席执行官麦晋桁（John Mack）公开指责卖空会妨碍他的公司。摩根士丹利的流动性资金池在一个星期内从1 300亿美元减少到550亿美元；它从美联储借款近700亿美元来弥补这个差额。在卖空禁令的消息泄露之前，它的股价下跌了60%。一位纽约联储审单人员在一封电子邮件中说道，花旗的一名主管告诉她：“摩根士丹利就是站在车灯前的小鹿……看起来

好像几周前雷曼兄弟所做的。” 华尔街上的每个人都知道如果摩根士丹利像雷曼兄弟一样倒下，那么高盛将会是下一个。

这对整个金融系统产生的压力远远超过其承受能力。

我们对卖空禁令甚至国会颁布的拯救计划能神奇地阻止投资银行的挤兑不抱任何幻想。摩根和高盛需要快速的解决措施。正如布兰克费恩所说，这将是关系到它们“生死存亡的周末”。

我们没有更好的选择，如果我们用商业银行强大的融资基础去救助投资银行，那么这些最后的独立投资银行应该有更好的生存机会。美联储理事沃尔什曾在摩根士丹利工作过，他帮助前公司与美联银行进行合并谈判。然而，美联银行像摩根士丹利一样脆弱；在经济泡沫期间，它收购了金色西部公司（Golden West）。金色西部是一家次级抵押贷款公司，这家公司的资产负债表上有着比美国国家金融服务公司或因迪美银行更多的自订还款（pick-a-pay）选择的可调整利率贷款（ARM），这属于有毒资产。我想到了一位银行监管前辈曾经告诫我的故事，一个醉汉帮助另一个掉进沟里的醉汉，但最终他自己也掉进了沟里。

在这一点上，我们认为我们必须探索出任何可以避免另一个雷曼兄弟出现的组合。我在跟汉克·保尔森、本·伯南克和克里斯·考克斯的电话里约定一起施压，令劳埃德·布兰克费恩和麦晋桁寻找合作伙伴。我让布兰克费恩与潘迪特电话联系，商讨高盛与花旗的合并，但他们都讨厌这个想法。我敦促麦晋桁打电话给杰米·戴蒙，商讨摩根士丹利和摩根大通联合。但他们任何一方都不喜欢这种想法。受到代表高盛和美联银行的罗杰·科恩的鼓励，我们试图让这两家公司联姻，但是高盛被美联银行账簿上的内容吓退了。我们甚至考虑过联邦援助，但当时的金融状况很不确定，前景也不明朗。就在几天之前，汉克得到了一份利益冲突的豁免以便在高盛问题上开展工作。而美联银行的CEO，同时也是高盛前雇员的鲍勃·斯蒂尔（Bob Steel），他作为汉克在财政部的副手，一直工作到几个月之前。

所有措施都不起效果。麦晋桁告诉潘迪特，摩根士丹利和花旗的合并只会产生一个类似醉汉帮助醉汉的双输局面。中国的主权财富基金试图投资摩根士丹利，但是谈判很快就失败了。麦晋桁告诉我们三菱东京UFJ银行有兴趣做一笔大的投资，但是汉克和我都持怀疑态度。我们告诉麦晋桁，他需要一个快速持久的解决方案，并且我们也迫使他和杰米

再谈谈。麦晋桁告诉我们，还是让他做自己的本职工作。对我这种在很短时间内安排大量速配的做法，华尔街高管们把我比作媒婆。

到了周日，比尔·达德利和另一位纽约联储高层泰瑞·柴奇（Terry Checki）来到我的办公室，对我说了一些我自己不愿意承认的事：我们没有办法强迫高盛和摩根士丹利合并到花旗和摩根大通，即使我们能这么做，最终结果有可能是令这两家金融系统中心的银行脆弱得足以致命。他们有个变通方法。如果它们承诺将立即筹集一大笔资金，我们可以把这两家投资银行变为类似于花旗和摩根大通的银行控股公司。这种身份上的转换并不能改善它们从联储获得资金的状况—它们已经通过一级交易商信贷便利和针对一系列担保品的定期证券借贷工具从联储借到了钱，但这会造成一种它们处在联储保护伞之下的印象。

但我并不认为仅靠这一印象就能够拯救高盛和摩根士丹利，所以需要额外的资本是毋庸置疑的；我说过我们不能接受这种"资本裸露"的银行控股公司。在筹集资本方面，它们遇到的麻烦远比我担心的要少。如同预期的一样，麦晋桁从三菱东京UFJ银行那里筹到了90亿美元，用以交换20%的股份。高盛则从沃伦·巴菲特那里获得了50亿美元的投资，这展示了美国顶尖投资者对美国金融系统的信心。高盛同时通过公开募股筹集了另外50亿美元资本。

至少我们暂时已经消弭了另外两宗具有系统性威胁的危机。同时，这种单独的投资银行业态也已不复存在，这也结束了华尔街顶尖证券公司游离于美联储管辖之外，同时杠杆不受监管的时代。

后来有些批评家认为，如果我们早点提供这种银行控股公司的形态，贝尔斯登和雷曼公司是可以被拯救的。但相较其他公司，贝尔斯登和雷曼太弱小了。市场已经不再相信它们的资产负债表、筹集资金的能力以及公司的业务能力。仅仅改变它们的监管者并不能消除公司业务上的巨大瑕疵。而高盛和摩根士丹利看起来更为强大，这也是为什么巴菲特和三菱东京UFJ银行会在最黑暗的时候给它们投资的原因。它们的运营状况更好，具有更高的资本水平和流动性。市场只是对大笔资金撤出后它们的生存能力持怀疑态度。再重复一遍，这是金融危机的定义，系统性的信心丧失，造成强大或弱小的公司都一并消失，流动性问题与破产共存。

当然，金融危机中，破产都被旁观者看在眼里。如果美国国际集团

被强迫按照已经大幅贬值的市场价格来重估它们的资产，那它必然已经破产了。差不多所有的金融公司都会这样破产。但我们认为，一旦危机过去，资产价值回升到能够体现出真实价值的时候，美国国际集团的资产有极大的可能超过负债。最终我们是对的，虽然这也是在我们持续不断采取措施来拯救金融系统以及整个经济的情况下才得以实现的。

相比之下，雷曼兄弟公司从任何一方面看都会破产。潜在的买家看到其账本之后被吓到，这是有原因的。它已经在追逐繁荣中跑得太远了；直到2007年5月，它还主导了对房地产公司阿克斯顿（Archstone）高达220亿美元的融资收购，其价值被远远高估。美国银行、巴克莱和华尔街的财团都认为它有数百亿美元的资本窟窿。2013年的一项研究估计，到申请破产时雷曼至少有1 000亿美元填在这个窟窿里，甚至可能高达2 000亿美元。不像美国国际集团，至少在交易之外它还有保险业务这个强劲的利润增长点，而雷曼兄弟除了被夸大的资产和作为交易机构的坏名声就没剩下什么了。如果我们像处理美国国际集团一样处理雷曼兄弟，我们只是在为一个不可救药的机构提供融资。我们不相信其核心投行业务强大到足以产生必要的资源来弥补公司其他部分的损失。

但是，直到今天，所有人都相信我们是深思熟虑之后才决定让雷曼兄弟破产的。这是标准的官方语言，许多经济学家和金融从业人员也同意这一观点。考虑到我们对美国国际集团和今后其他公司的所作所为，以及华盛顿一开始的评论，这也是可以理解的。他们是为了避免公众产生我们已经无力拯救一家大型并且相互联系的金融机构的危害性认知（尽管准确），但是也助长了我们选择性破产的传言。即使是我之前在纽约联储和财政部的一些同事，也仍然认为我们可以拯救雷曼兄弟；格林斯潘也在公开场合这么说。但是我不相信我们可以在不违反美联储的法律约束的情况下做到这一点，同时不损害我们可靠和有效地处理面临的可怕挑战的能力。为了拯救雷曼，我们需要一个私人公司愿意并且能够购买绝大多数（如果不是全部）的资产，但我们找不到。

一些批评家认为，在一次真正的生存危机中，央行人士有责任超越法律。他们说我们应该做必须做的事，以避免雷曼兄弟分崩离析，然后再去担心后果。我们已经表明我们愿意创新，打破先例，并承担实质性的风险以试图保持金融系统的稳定。但我们不会授予自己不受法律支配的权力。

即使存在这样一个世界，我们以某种方式拯救了雷曼兄弟，然后仍

然继续，接着拯救美国国际集团，我们仍不会消除危机的根源。一旦经济崩溃，金融系统会踉踉跄跄地向灾难靠近—资本不足、杠杆比率过高，仍然负担着市场不会触碰的抵押贷款资产，仍然在威胁之下运行。在付出了雷曼兄弟倒闭和美国国际集团走向崩溃的代价之后，布什总统和汉克才被说服寻求法律权力来试图修复整个体系。甚至在雷曼破产后的恐慌中，直到又站在悬崖边上，国会仍然不会授予相应的权力。

在这个相当有存在感的周末余热中，汉克向国会递交了不良资产救助计划的法律草案，即著名的TARP或“华尔街救助”。他在法案中提议动用7 000亿美元来购买抵押贷款相关资产，同时他的权威几乎可以不受限制。该草案把不良资产救助计划法案下财政部长的决定描述为“不可复议的”，写道，“不应被任何法庭或者政府机构所审查”。整个草案一共才3页。它并有没试图对紧急援助的接受者树立任何先决条件，或者向止赎屋主提供援助。它真的只是一系列要点，尽管它是作为立法文本的基础。

国会的领导者们在周四晚上听到汉克和本对第二次经济大萧条的警告后，似乎很震惊并且愿意付诸行动，但现在看起来很生气。“我可以这么说，这项提议在其范围内是令人震惊和史无前例的，并且缺乏细节。”参议院银行业委员会主席克里斯·多德（Chris Dodd）表示。“我只能得出这样的结论：不仅仅是我们的经济处在风险中，我们的宪法也一样。”许多国会的共和党人，在8年间几乎从未间断对布什政府的支持，但却更加敌视汉克的草案。“这是旨在救助引发了这场危机的金融机构。”多德的共和党对手理查德·谢尔比（Richard Shelby）宣称。各报的编委会猛烈抨击这个计划是一次无耻的掠夺和纳税人对华尔街的大馈赠。

但我很喜欢。虽然汉克的立法策略可能有点粗放，但我觉得他的法案中全面授予行政部门权力是至关重要的。我们不要指望国会在军事战争中对作战计划进行微观管理，金融战争也是一样的。我没有信心国会能在那个充满恐惧、愤怒和无知的民粹主义时刻，设计出一项聪敏的法案并提供足以灭火的工具。国会里充斥着诉求旧约正义的叫嚷，但现在不是处置纵火犯的时候。现在是专注于扑灭大火的时候。

事实上，我最初对于汉克法案中语言的关注，是我不确定其授予了财政部足够广泛的权力。在公开场合，汉克承诺用7 000亿美元购买有毒资产，虽然没有明确投资于金融机构，但是本和我也想确保他有权力

直接向银行注资。我们确信这将是必要的，因为房利美和房地美已经这么做了；从历史上看，这是银行业危机得到解决的办法。我想购买有毒资产可能是有用的，但我不知道将如何起效。可是一旦我确信法案中的语言比较宽泛，允许足够的资本注入，我就很满足了。

只要不良资产救助计划可以用来重组金融系统，我就只想让国会尽可能快地通过，尽可能不要把它变糟。我知道这听起来很反民主，但当我们需要压倒性的力量支持我们做不受欢迎的事情，且期待民选官员能够在全球金融系统崩溃之时设计出非常复杂的救援计划中的细节，这是非常荒谬的。我记得众议院民主党领袖拉姆·伊曼纽尔（Rahm Emanuel）给我打了电话。这位老兄甚至比我讲的脏话还多。他说他有一个好主意：我们为什么不把不良资产救助计划分成两个3 500亿美元，其中第二部分需要国会分开批准。

“不，这是一个可怕的主意!”我回答说。

我争辩说，“让政客们通过艰难的表决来拯救自己的国家一次已经很困难了。为什么要尝试强迫他们做两次？”

伴随着他一贯的精明，拉姆让我意识到自己是个白痴。他表示，国会不会交给汉克一张7 000亿美元的支票。我意识到，他并不是在向我征询尚在脑中的计划，而是通知我一个已经在运作中的计划。

我并没有坚持这一点。我认为拉姆比任何人都清楚华盛顿的政治。况且我还有许多生存危机要担忧。

STRESS TEST

Reflections on Financial Crises

第六章

我们来搞定

9月22日星期一——雷曼兄弟倒闭后一个星期，独立的投资银行模式消失后一天—法国总统尼古拉斯·萨科齐（Nicolas Sarkozy）请我去他在卡莱尔酒店的套房。他因为联合国大会而留在城里，他想谈谈关于危机的一些事。

当萨科齐还是总统候选人的时候，他从纽约联储回来时我曾设宴招待过他，那时候我认为他相当引人注目—直率、自信、赞赏美国，坦然面对法国所面临的挑战。而这次，我们刚刚坐下他就开始对我大呼小叫，都是关于雷曼兄弟的事情。他对于这种毁灭性的崩溃感到非常不安，而最让他生气的是《华尔街日报》关于雷曼兄弟倒闭前把部分资产转移出欧洲的消息。萨科齐总统确信是我们在密谋伤害法国投资者。

我并没有处于一种外交模式，而是打断了萨科齐的咆哮。“亲爱的总统，您太草率了，”我说道，“您所说的事情没有一件是真的。”

萨科齐总统看上去很惊讶—他不习惯被如此粗鲁地打断—他的助手看上去也很震惊。但是他很快冷静了下来，我们展开一段和谐的对话。他一定是感觉到了我的疲惫。我刚刚经历了人生中最糟糕的一周，而接下来的一周似乎并不会有任何好转。

雷曼兄弟的倾覆，是整个金融系统中不可持续的高杠杆率和易逃离

的短期融资造成更大范围危机不可避免的一个象征。如果雷曼兄弟找到买主或者有别的方法可以避免崩溃，那么美国国际集团或者其他别的公司就会充当雷曼这样的引爆点的角色。雷曼是很脆弱的，但却不是唯一的，它已经在广袤平原上泛滥到了最远的地方，但却并非造成洪水的原因。纽约联储的优秀经济学家肯·伽贝德（Ken Garbade）把9月的金融系统比作站立的鸡蛋，可能被任何一阵微风吹倒。

这就是说，雷曼兄弟的倒闭是一记重拳，击碎了世界各地的信心。这是自银行挤兑事件大萧条之后最严重的金融事件。雷曼兄弟破产后，公司债券价差扩大的程度是1929年危机的两倍。为了满足未来两周全球对于美元的渴求，美联储不得不把外汇掉期交易翻了两番。依靠信用卡、汽车消费贷款、学生贷款和其他消费信贷支持的每月200亿美元的证券市场在一夜间几乎无影无踪。在更广泛的实体经济中，企业看到需求和信用的萎缩—而且它们的供应商和客户面临着同样的问题—于是企业开始裁员，减少投资以为即将到来的漫长冬季做准备。这同样产生了政治影响。自从参议员麦凯恩在雷曼兄弟破产那天大放厥词说“经济的基本面是强劲的”，奥巴马参议员在大选的民意调查中一路领先直到最后。

雷曼破产之后，我对于道德危机或政治考虑阻碍我们对抗危机的努力失去了以往可能会有的最低忍耐。我支持任何可以阻止挤兑或者鼓励投资的行为，反对任何削弱信心和稳定性的行为。我们必须去做任何让人们觉得把钱放在金融系统是很安全的事情，即使这样做使我们不受欢迎，即使我们帮扶的个人或者机构很有可能不值得我们这么做。

但是当经济的多米诺骨牌倒下的时候，我们并没有做什么来重建信心。在危机中最不受欢迎的一个环节，是美国政府把事情弄得更糟。

下一张多米诺骨牌是华盛顿互惠银行，它是美国最大的储蓄银行，是抵押贷款市场前沿的另一个大玩家。华盛顿互惠银行在危机中损失惨重，股价已下降了90%。雷曼倒闭之后，10天内储蓄者就从华盛顿互惠银行中取出了170亿美元，就连储蓄管理局这种宽容的监管机构都不再能保证它的健康。美国联邦存款管理公司一般都会在周五关闭濒临破产的银行，这样它就有一个周末为其在新的管理之下平稳地重新开张做准备，而华盛顿互惠银行面临如此疯狂的挤兑，以至于美国联邦存款管理公司在周四就关闭了它。

华盛顿互惠银行在资产规模上比贝尔斯登略小，大概有3 000亿美

元的资产，但它是有联邦存款公司做担保的倒闭的最大银行。它是因迪美银行的10倍，是经通胀调整后的大陆伊利诺伊银行的4倍，这家银行因为1984年被联邦存款公司救援而产生了“大而不倒”的说法。一场被许多人认为是华尔街的问题而与布衣街无关的危机，导致了传统银行系统里产生了一个重量级的牺牲品。

布什总统的美国联邦存款保险公司主席，前共和党参议员希拉·贝尔很快同意以19亿美元的价格把华盛顿互惠银行出售给摩根大通，后者将接管倒闭银行保险的和未保险的所有存款。但美国联邦存款保险公司并没有要求摩根大通支持华盛顿互惠银行承担其他债务，正如我们要求其对贝尔斯登做的那样，这使得华盛顿互惠银行的高级债券持有人承担了巨大的损失。从摩根大通的角度来看，这是一笔很好的交易—它得到觊觎已久的华盛顿互惠银行在东海岸和佛罗里达州的银行分支机构，以补充自己在东海岸的传统业务—但是对于国家来说，这将是一场灾难。

正如新兴市场危机和整个金融危机历史所昭示的，在金融系统恐慌时期向银行债权人强加价值扣减只会加剧恐慌。雷曼兄弟的事情是一个令人心惊胆战的提醒，当贷款人不能取回本息的时候，最初的恐惧就会迅速升级。银行的债权人不能确定哪个机构会像雷曼或者华盛顿互惠银行那样倒闭，所以他们从每家机构中抽出资金，而不是冒险被机构破产所伤。即使那些认为没必要挤兑的人，在看到其他人挤兑的时候也不得不效仿。

在世界上的大多数国家，债权估值折扣是对于破产很普遍的做法。我在国际货币基金组织工作期间，曾经把债券持有人的资产折价作为援助厄瓜多尔和巴基斯坦的条件，因为这些危机不是系统性的。所以危机并没有很大的蔓延风险。价值扣减传递出的信息是向厄瓜多尔和巴基斯坦投资是不安全的，而不是向各国或者甚至新兴市场投资是不安全的。债权人损失了钱，但是贷款本来就是有风险的业务。

那些购买了华盛顿互惠银行债务的投资者也应该知道这些风险，政府不应该有为不良赌注做担保的习惯。法律要求联邦存款保险公司用花费最少的方式来使存款保险基金的损失最小化，以此解决破产银行的问题。但是国会赋予联邦存款保险公司“系统风险例外”的权力，这使它在极端不稳定的情况下可以灵活地为银行提供帮助。我无法想象一种更极端的情况。如果系统性风险权力不用于自大萧条以来最糟糕的系统性突发事件，那它的意义是什么呢？当我们有能力避免损失的时候却并未避

免，这会向其他美国银行的债权人发出这样的信号，即他们也很容易蒙受损失，如果他们不想遭遇价值扣减，就应该把钱放在更安全的地方。

这很明显，我认为在极端脆弱的时刻，资产减值只会加剧危机，但是希拉并不这么认为。她决心要防范道德风险，保护美国联邦存款保险公司的保险基金。她认为这是一个说教的好时机，是一个向世界展示华盛顿互惠银行及其债务持有人的不负责任行为将要受到惩罚的好机会。她的论断与德国人和其他道德风险批评者对危机期间国际货币基金组织援助新兴市场的观点一致：这只会鼓励未来的不良行为。

我认为在我们所见过的最糟的恐慌中，任何个案中通过资产减值来最小化联邦存款保险公司损失的努力都将导致将来一段时间更多的银行破产和对联邦存款保险公司更大的损失。而更多的失败就需要更多的政府干预，这会产生更多的道德风险，而不会降低道德风险。我不能理解为什么即使在雷曼兄弟的违约使信用市场瘫痪震惊了世界之后，政府对允许华盛顿互惠银行的债务违约会引发的风险仍熟视无睹。美国联邦存款保险公司根本就是在玩火。我给伯南克、唐和汉克打电话，试图说服他们劝希拉改变主意。

“这不是做更多资产减值的好时机。”我说道。

他们听取了我的观点并且认同我的担忧，但是即使他们支持，也需要美国联邦存款保险公司行使其紧急权力，他们依然不能强迫希拉使用这些权力，而且他们也不愿意强迫她。对于她的机构和保险基金，希拉是一个强大的主导者，她对于媒体和政治比我们任何一个人都更精明。尽管我坚决反对，美国联邦存款保险公司仍然精心策划，使华盛顿互惠银行对其债权人违约。股东和次级债券持有人几乎全军覆没，这是可以理解的。但是优先债务持有人的资产也严重地打了折扣。第二天，也就是9月26日，星期五，华盛顿互惠银行面值1美元的优先债券交易价格仅为25美分。

交易宣布后，对美国银行业来说贷款风险将大幅度增加。最先受到影响的是美联银行，这是一家更大的银行，同样也遭遇了困境，现在看来它可能是下一个类似价值扣减的人选。那个星期五，美联银行高级债务的违约保险价格翻了一番，它的十年期债券从每美元价值73美分跌至29美分。其他银行也遭受了重创，花旗银行的违约保险一天之内上涨了50%。美国政府发出了一个信号：美国金融机构的债权人是不安全的。

这恰恰是在最危险的时刻发送了错误的信息。那天美联银行的债权人都被吓坏了，他们要求取回存放在银行的一半长期债务，试图追回的贷款数额超过500亿美金。

华盛顿互惠银行的消亡没有引起太多的媒体关注，部分原因是因为世界仍在处理雷曼和美国国际集团的冲击，还有一部分是因为那天白宫上演了惊人的一幕。参议员麦凯恩暂停竞选活动并迅速回到华盛顿，表面上是为了寻求解决危机的办法。但随后布什总统和国会领导人以及两个候选人召开了白宫会议，麦凯恩和众议院共和党人似乎想推翻危机的解决方案，拒绝支持问题资产救助计划，汉克最终向佩洛西议长下跪乞求不要因为共和党的搅局而放弃该计划。

我明白了为什么选战的戏剧性使华盛顿互惠银行的消息变阴暗。我们迫切需要问题资产求助计划，因此政治旋涡围绕其周围是在所难免的。不过，华盛顿互惠银行的混乱被忽视加剧了不必要的危机。华盛顿互惠银行的消亡像雷曼的崩溃那样在某些方面破坏了信心，因为华盛顿互惠银行的资产减值是完全可以避免的。它们向世界发出的信息表明，即便美国政府有能力，但它却并没有认真地化解金融危机和经济损失，即使在雷曼兄弟的噩梦之后。唯一的好消息可能是，保护华盛顿互惠银行优先债权人的失败所造成的损失，给我们应对不断加剧的危机方式带来了一些重大改变。

***

美联银行明显是下一张多米诺骨牌。

有着2　700万美元固定存款账户的美联银行是一张大的多米诺骨牌，资产是华盛顿互惠银行的两倍多，甚至比雷曼还多。但是自危机开始，这家位于夏洛特的市值8　000亿美元的银行已经被金色西部公司的不良抵押贷款折磨得快要断气，在华盛顿互惠银行分崩离析后，美联银行的悲剧就已注定。星期五。存款者们从美联银行纷纷撤资，金额超过50亿美元。直到第三个周末，我们将会试着在星期一早上市场开放前，为这艘将沉没的巨轮寻找出解决方案。

美联银行有两位“求婚者”：一是花旗集团，在美国银行大举收购兼并之前是美国最大的银行；二是富国银行，总部设在旧金山，规模较小，但却经营良好。直至星期天，这两家银行都表示它们不会达成交

易，除非联邦存款保险公司愿意为美联银行存在质疑的资产承担一定的风险。而希拉对任何可能对联邦存款保险公司的保险基金造成损失的行为都很抗拒。希拉的华盛顿互惠银行计划旨在限制资金的即时成本，而忽略了整个银行系统潜在的损失。她有意将此战略再次运用于美联银行：廉价卖掉银行，让股东和初级债权人破产，对高级债务进行资产减值。

“我认为小银行不应该承担赔偿大银行的罪责。”她在星期天的电话会议中表示道。

我很不淡定，我的言辞确实相当严厉。在阻止华盛顿互惠银行加速资产减值方面，我没有更大的说服力，对此我表示内疚。我认为联邦存款保险公司在全球化的紧急危机中，目光短浅，过分保护自身资金，而此时我们的能力似乎十分有限，这让我非常沮丧。我曾经听过足够多的道德危机原教旨主义说辞，我很讨厌盛行于华盛顿的这种讽刺性的观念，即任何使用紧急权力来平息恐慌的倡议必须要在大银行的命令之下付诸行动。整个银行系统的稳定性危在旦夕，经济已经相当萧条。给这些债券持有者一些教训的确是极具正义感的，但是如果这导致其他银行破产，最终将会给联邦存款保险公司带来更大的风险。对美联银行高级债权人来说，重蹈华盛顿互惠银行资产减值将会在银行系统触发一场不可控的挤兑风波，这是一则在经济萧条时被反复证明了的定理。当汉克向国会申请7 000亿美元来平息危机的时候，只能加剧恐慌，因为火上浇油是没有意义的。

“美国政府的政策应该是：不应该出现更多的华盛顿互惠银行。”我说。

那天晚上，伯南克和唐说服希拉在这次危机中第一次启用联邦存款保险公司的系统危机特例，先搁置要求债券持有者资产减值的“花费最少”指令。不应该有更多的华盛顿互惠银行。在一份为美联银行特例辩护的备忘录中，联邦存款保险公司的员工承认“华盛顿互惠银行的倒闭”与雷曼和美国国际集团都是系统中关键的压力之源，这样的承认虽然为时已晚，但却十分准确。对于另一种严格的“花费最少”解决方案，他们说道，“几乎肯定会出现重大的系统性影响。”无论他们公开说了什么，他们都明白，更多的华盛顿互惠银行式的资产减值会导致另外一场雷曼式的灾难。

周一凌晨4点，希拉选择了花旗集团以1美元每股的报价购买大部分美联银行股票，并承担债务。花旗集团会将美联银行3　120亿美元的资产圈入“围栏”，使它们与资产负债表的剩余部分分离，但承诺承担这些财产带来的第一批420亿美元损失。而政府将承担超出部分的损失，限制花旗集团发生灾难性的尾部极端风险。 如果资产比预期的要差，政府也会向投资者保证美联银行不会拖累花旗集团。美国联邦存款保险公司的员工认为花旗的方案不会花费纳税人一分钱，而富国银行的报价可能会耗资数十亿美元。

即使她批准该项交易，希拉仍然强调她不愿意让任何公共资金承担风险，并暗示她是屈从于来自财政部和美联储的压力。

“我不是完全满意，但我们需要带上一些东西向前进。”她说。

没有人对此完全满意。花旗集团和美联银行都有问题，而且我知道它们的合并会提出经典的“两个醉汉掉落沟渠”问题。但我们的所有选项都是令人担忧的。美联银行需要一个具有强大资产负债表的买家去支撑它的债务，而太依赖外国存款的花旗，将会从美联银行的国内存款中更稳定的资金获益。无论如何，我们负担不起另外一个华盛顿互惠银行。这是另一个创可贴式的解决方案，但它可以止住失血，从而苟延残喘。

后来，伯南克写了一张充满了溢美之词的便条给希拉—她想要提出一个没有资产减值措施的拯救替代方案—强调这项交易的重要性。

“你能将原本可以成为最大、历史上最严重的银行破产案例，转变成为一个中等大小的位置不显眼的新闻故事。”伯南克写道，“我认为当躲开子弹的时候，市场不会去鉴别子弹的尺寸，尽管当载入史册时，每个人都明白这一点。”

我们将“恐慌中不可资产减值处理”的观点提高到了学说主义的水平。但我们仍然没有权力做出这样完全可信的承诺，以确保市场不会出现更多的华盛顿互惠银行，乃至更多的雷曼兄弟公司，我们需要问题资产救助计划。

在美联银行的命运掌握在联邦存款保险公司手中后的那个星期天的晚上，我停下来赶赴亨利·基辛格位于东河的公寓举办的晚宴聚会。在那次会谈中，话题不可避免地转向了金融危机，但我迟到了。我试图将之与我们在世界的另一边进行的军事冲突混乱加以对比。

“我知道这看起来像我们的阿富汗问题，”我说，“但我们要去解决这个问题。我们有能力推行一种解决方案—我们是美国。”

第二天，众议院议员们将就问题资产救助计划表决，而每个人都想知道会发生什么。我不知道计票是如何进行的，但我很有信心，也许是非理性的信心，华盛顿将会苏醒过来并会做一些看起来显然有必要的事情来避免一场灾难。

“我们会得到我们所需要的授权，”我说，“然后我们会把大火扑灭。”

经过美联银行事件的那个周末，汉克与国会领导人就大胆的问题资产救助计划主要框架草案扩大到了共和党与民主党的两党立法程序，其中包含了拉姆的计划：将7 000亿美元分成两部分，给问题资产救助计划接受者加上了一些执行补偿限制。它还授权了一批新的监督机构，对汉克的“不容复查”言辞部分的强烈抵触表示赞同。

参议院金融委员会主席马克斯·鲍克斯（Max Baucus）在谈判期间把我叫过去，抱怨汉克对更严格补偿限制的反对态度。我曾经告诉过他，我支持汉克。我不认为国会应该在问题资产救助计划中插一脚来改变金融高管的报酬，倒不是因为我赞成该行业的巨额薪水与奖金，而是因为削减高薪似乎是危机中的次要目标。而且我也无意去破坏汉克的立场。总的来说，我反对那些政府使用紧急权力时会束缚其手脚的各种条件。最终这些限制只包括了被解职高管的大笔补偿金（金色降落伞）和税务减免，虽然被写入了法律条款，但看起来还是比较温和。我也不赞同必须为了第二批次的款项而返回国会，但是这个议案还是给了财政部在资金上的无限自由裁量权。在很大程度上，我认为这些条件相当无害。并且汉克很自信能够获得足够的选票让这个法案生效，这是最重要的考虑。

然而，在星期一的众议院会议上，问题资产救助计划法案遭遇到令人震惊的惨败：228票对205票。大多数民主党人支持它，但2/3的共和党议员投了反对票。那天股票市场暴跌9%，是自1987年“黑色星期一”以来最大的跌幅，股市蒸发了1万亿美元。汉克打电话给我，忧心忡忡一如往日，当说出他很抱歉的时候，他的声音都哽咽了。

他说：“蒂姆，我没法让它通过。”

那些天，我是这个房间里最焦急的人，但是在这件事情上我还是比较自信的。我们是美国，我想象不出国会能够眼睁睁地看着美国经济陷入萧条而袖手旁观。我告诉汉克我们需要的东西他很快就会得到。为了让他安心，我宽慰他，说他的工作做得非常棒，我也确实是这么认为的。我对他无比崇敬，他是一个果断且无所畏惧，总是乐于付出的人。在这种萧条的背景下制定一个不受欢迎的方案对于幕后的我而言是很容易的，但是汉克却要直面公众愤怒的眼神。他被民众讽刺为“救助”（Mr.Bailout）先生，作为华尔街腐败的象征，一些人还将他的肖像描绘成“亨利国王”（King　Henry）刊登在新周刊的封面上。现在他又被讽刺为倒霉的、无能的人。我知道这些批评是很伤人的，特别是对他动机的批评。他夜以继日地工作以确保我们的国家能够远离灾难。尽管他对于没有说服自己的党派成员搁置政治争议感到很糟糕，但这不是他的错。

市场的崩溃似乎集中了政客们的思想。在周一之前，公众对问题资产救助计划怒火中烧，并强烈反对，但是当政客们开始听到他们的选民一生的储蓄灰飞烟灭的故事，参议院的领袖们对救助方案的态度开始变得友好一些，包括税收减免的企业增加了几十个。救助方案暂时性地提升了美国联邦存款保险公司的存款保证上限，从100 000美元提升到250 000美元，以保护存款者不受因迪美破产的影响并防止传统银行业的存款流失。

10月1日星期三，在两党参议院的支持下，以74票对25票通过了问题资产救助计划的改进版。在周五的时候，白宫也通过了这一方案，有57个代表由之前的反对改为支持。突然的逆转让我们想起了温斯顿·丘吉尔（Winston　Churchill）的看法：美国人总是在尝试所有其他事情之后才去做正确的事情。但也还是鼓舞人心的。在大选前一个月，民主党控制的国会帮助共和党总统以27%的支持率通过了这个饱受质疑但迫切需要的法案。在下一届政府期间，我们将不会看到太多错综复杂的过程。

虽然全世界都在关注围绕着“问题资产救助计划”的辩论，但我们却在纠缠美联银行背后令人意想不到的幕后交易。花旗的收购已于周一宣布，美联银行已签署了为期一周的排他性协议待花旗敲定。但富国银行周四提出了新的报价：以每股7美元的报价收购整个公司，是花旗报价的7倍，而且不需要政府的帮助。希拉决定，因为花旗尚未完成交易，美联银行可以自由地接受对其股东更优厚的报价。她强调，富国银行的

交易对纳税人来说更有利，因为联邦存款保险公司不会承担任何风险。

当我第一次听到这个变化时我正在工作，我很生气。通过一系列的电话会议，我再次认为，希拉的决定是站不住脚的。

“美国政府做出了承诺，”我说，“我们不能表现得像中美洲那些善变的国家！”

我很担心对花旗集团交易的釜底抽薪最终可能搞垮一个已经很脆弱的市值2万亿美元的金融机构，而且是在最糟糕时刻踏上一只脚。花旗集团的股票价格在美联银行并购的消息放出后上涨，而在并购失败的消息后下跌了18%，这是20年来最大的跌幅。市场现在认为，花旗必须拥有美联银行的国内存款才能得以生存。没有比花旗银行与全球金融领域结合得更紧密的机构，每天要处理高达2万亿美元的全球支付。花旗首席执行官潘迪特很愤怒，警告我们这是花旗很可能倒闭的时机。“这是令人担忧的。”伯南克在回复中用了经典的保守语气。潘迪特认为，即使把公平放在一边，花旗的合并对金融系统的稳定来说也是更为有利的。

“我想他可能是对的。”伯南克写道。

当大家都担心这是否会损害花旗时，我却更担心违背公开承诺将损害政府的公信力并使金融系统不稳定。如果我们为了得到更好的报价不断到处兜售，交易宣布之后还可以反悔，还有哪些公司将会冒险支持一个行将破产的公司？我认为背弃我们的诺言会使美国政府看起来不足以信赖。

在危机中，绝对不能以政府的信用为代价。当迪克·福尔德和其他人在雷曼兄弟倒下之前，想让我去安抚市场的时候，我不愿意再去吹嘘我们病入膏肓的金融系统。也是因为这一点我一直很失望：在明知雷曼破产所造成的所有恶劣后果之后，美国联邦存款保险公司故意让华盛顿互惠银行紧接着继续违约。为了解决危机，政府必须展示其相应的能力和意愿，政府必须用行动来证明其诺言是可信的。信用（Credit）和信誉（Credibility）共用相同的拉丁语词根。俄罗斯和印度尼西亚的政客们出尔反尔已经足够糟糕了，而我们是美国。

“你们不能在金融危机期间如此经营政府。”我抗议。

尽管汉克和伯南克很同情我，但是他们却让我独自去打这一场必败

之仗。这是希拉的决定。在金融战争中，美国政府并没有统一的指挥机构。而在公平性方面，这时候希拉可能不觉得她有很多选择。富国银行私人融资150亿美元的报价当然比花旗的纳税人支持20亿美元的报价更具吸引力。

尽管如此，我们所遭受的曲折磨难似乎很荒谬。我们正蹒跚走过所有地方，没人知道会发生什么事。汉克说过，他不需要向房利美和房地美注入资本，然而他却被迫向其注入2 000亿美元资本。总的来说，我们一起帮助防止贝尔斯登倒闭，接着看似我们故意地让雷曼倒闭，然后转身拯救美国国际集团于危难之中。现在我们宣布一项合并交易，接着却宣布取消。我们行为不一致的原因有多种：一是我们的职权的限制，这使我们看起来像是戴着脚镣在跳舞；二是我们权力的分散化，使得不同的工具掌握在具有不同管理策略和负有不同责任的各类官员手上；三是在有限的时间和不完整信息情况下做出的迎战危机的决策，会发生不可避免的混乱。但不管是什么原因，我们行为的不可预测性会损害我们应对措施的有效性。

拥有在问题资产救助计划方面的更广泛权限，让我们有希望制定一个更全面和一致的策略。但是，首先我们的问题资产救助计划策略也必须有所改进。

***

汉克把问题资产救助计划作为购买问题资产的计划向国会提出。该计划是为了恢复金融机构的信心，通过购买价值7 000亿美元的抵押贷款证券及其他非流动性资产，以减轻其资产负债表的压力。

“正确的方式不是到处去使用担保或者注资。”汉克告诉参议院银行委员会。

在汉克看来，仅仅提到直接投资的可能性就已经是很糟糕的政治手腕，也增加了国有化的阴影。政府在私人公司拥有股份听起来很不像美国的风格，而对导致金融危机的金融机构进行救助听起来就是腐败。但是美联储和财政部，让我们越来越认识到，我们只有重组金融系统才有可能化解危机。只是目前的资本水平还不够雄厚以吸收如此巨大的损失规模。

我们日益增长的对资本的渴望，一部分是由于日益增长的对购买资产能力怀疑的结果。在美联储与摩根大通关于贝尔斯登抵押贷款的争斗过程中，我对自己的怀疑已经很清楚了。利用问题资产救助计划购买资产的过程将更加复杂和同样缓慢；财政部认为这在计划通过后以及开始实施之前至少需要45天。计算出政府应该为购买市场停止交易的资产所需要支付的金额，这将是令人难以置信的挑战。如果我们设定的价格太低，我们将会迫使金融机构遭受巨大的损失，而这可能会威胁其偿付能力。如果我们设置的价格太高，这些资产不仅看起来像华尔街臭名昭著的赠品，对纳税人来说也会过于昂贵。国会已经给了我们仅仅7 000 亿美元来使用—一个庞大的数字，但是与在银行系统的不良资产相比，绝不是足够大的数目。

这是通过资产购买方式来稳定金融机构杠杆率过高的主要问题。设想一个拥有1万亿美元抵押贷款资产和250亿美元资本金的银行，其杠杆比率为40：1。为了使其得到一个更安全的20：1的杠杆比率，政府可以购买其价值5 000亿美元的资产，这会在同一家金融机构消耗大部分问题资产救助计划的资本。或者政府可以额外注入250亿美元的资本，以达到相同的1/20的现金比例。肯·伽贝德在3月份第一次标示这种差距，他在一封电子邮件中暗示，直接投资“可能是一个更有效的遏制危机的方式”。资产购买似乎是消耗我们的现金的一种方式，但是解决不了问题。这将迫使我们在下一次的选举中，再次向国会寻求更多的资本支持。

在9月末，我和伽贝德、梅格·麦克康奈尔，以及其他纽约联储的经济学家开始举行一系列的重要会议，试图解决向财政部建议如何设计问题资产救助计划。我们都赞同资本投资将有助于充分利用每一美元的资本。在9月26日名为“升级选择”（Escalation Options）的备忘录上，伽贝德和他的两名同僚注意到政府资本已经成为绝大部分金融危机解决方案的组成部分，包括大萧条时期。在这场危机中，美联储提供了充足的流动性给商业银行、投资银行、外资银行和货币市场基金，但我们还没有解决资本不足的金融机构中存在的严重偿付能力问题。它们已经蒙受了巨大的损失，并且更多大规模的损失正在隐现。它们中的大多数都没有办法自筹资本。资本是必需的，即使它本身可能不够多。

“到目前为止，政策缺失的就是向银行注资。”备忘录上写道。

我非常同意这一点，伯南克也是。当问题资产救助计划提出并投票表决时，汉克也已经明白了这一观点。他仍然期望在过程中购买资产，

但他现在相信注资将更快、更有力和更有效。

我很敬佩汉克的意愿能够改变得如此之快。但是在9月30日的一个电话会议上，也就是在第一次令人失望的众议院投票后的那一天，我告诉汉克：资本本身拯救不了陷入困境的公司。

“你真正需要的是有权担保他们的债务。”我说。

汉克指出，国会同意担保数万亿美元银行债务的可能性为零， 除了7 000 亿美元的支出外，国会已经拒绝过度扩张。他是对的。但这些伽贝德以及纽约联储经济学家参与的会议已经使我相信：我们在注资的同时，需要实施全面担保以平息恐慌，稳定金融系统。

资本对于银行的稳健强大是必要的，但债权人却不顾银行的兑付能力争先恐后地逃离银行，而且仅仅资本本身并不会终止已经在进行中的挤兑。我们需要首先停止在流动性上的挤兑，而这将需要担保。正如联邦存款保险公司防止挤兑受保险的存款一样，财政部对货币市场担保是为了防止货币市场基金发生挤兑。政府需要明确的是，直到危机消退之前，贷款人会一直向金融机构提供信贷而不必担心其违约。在大西洋那一边，我们看到欧洲人所展现的注入资本意愿并没有阻止在其银行愈演愈烈的挤兑风潮—而挤兑持续的时间越长，银行需要的资本也越多。为了避免挤兑在欧洲的银行系统扩散，爱尔兰迈出了担保其银行债务的第一步，而其他国家的银行紧随其后。

没有担保，债权人就会继续挤兑，而银行就得继续囤积现金，市场的流动性便会持续受到冲击，而这又会刺激挤兑的进一步强化。没有更多的资本，银行就要面对更多以让其痛心疾首的价格出售资产的压力，而这会产生更多的亏损和更为巨大的资本漏洞，从而使得已经产生严重威胁的衰退更加恶化。所以，资本和担保两者缺一不可。资本主要用来避免破产，而担保则主要用于保持流动性。偿付能力问题可能会损害信心以及造成流动性问题，而流动性问题又会迫使其低价甩卖资产，更会造成偿付能力问题。只有资本和担保共同作用，才能使金融系统足够稳定以保证经济重新增长，而不是去鼓励撤资并阻碍增长。

当问题资产救助计划通过后，我感觉我们终于掌握了解决资本问题的力量。但是，我仍然不知道我们该怎样获得担保的授权。好消息通常能使危机暂时平静，使我们在危机中得以重新部署和调整战略，但这份

资产救助计划的通过可丝毫没有让市场平静下来。

10月6日的这一周是美国股市自1933年以来最糟糕的一周。标准普尔500指数（S&P 500）下跌了18个百分点，而用来评估市场波动的“恐慌指数”（fear index）也达到了历史最高值，同时反映银行同业拆借压力的差价也创下了一个新纪录—比雷曼时期的差价高4倍！摩根士丹利公司再次来到了悬崖边上，市场流言四起，认为其与三菱银行的生意将会彻底落空，公司的股价暴跌，同时其信用违约掉期价格则飙升。美国国际集团的850亿美元过渡性融资迅速蒸发，使得我们不得不制订额外的378亿美元的融资计划。在早先的几周，我们曾承诺给予美国国际集团比联邦政府花费在社会保障和医疗保险上更多的钱。

亚洲和欧洲市场同样陷入混乱。《金融时报》的一则头条新闻概括了当时的格局：“新恐慌是大危机到来的证明。”伯南克和欧洲央行行长特里谢在我的鼓励下，与英格兰银行的默文·金以及其他国家的央行行长共同启动了第一次全球降息调整。能够和那些重视自身独立性和主权的各个国家中央银行合作是一个了非常不起的行为，但是，这仍然不能阻止甚至延缓金融市场的崩溃。

在美国，私人信用已经几乎崩溃，金融系统越来越难以扮演其在经济中最基本的角色：促进资本从想要放贷的人向想要投资或消费的人那里流动。雷曼破产后，货币市场基金发生的挤兑，以及紧随其后的侵蚀华盛顿互惠银行和美联银行信用的对银行系统更广泛的挤兑行为蔓延到了无担保的商业票据市场，在那里有良好信用记录的公司能够筹集资本来维持其每天的业务运作。我在纽约联储的团队以及一些华盛顿联储董事会的工作人员，开发出了另一个创造性的贷款计划，以尝试阻止商业票据市场的崩溃，但是我们在美联储总部遇到了来自各方的阻力。

我们提出的商业票据融资便利（Commercial Paper Funding Facility，CPFF）仍然需要对美联储权力进行最大限度的扩展。美联储只能提供有担保的贷款，而CPFF则是针对无担保商业票据设计的，显然，这是没有任何担保支持的，它只是一个公司借据。我的团队向美联储提议贷款给一个特殊目的载体，让其购买无担保票据，并让其收取一些费用来为潜在亏损提供一定的保护。美联储将会面临相当大的风险，这比伯南克团队里一些成员所能承受的风险大得多。但是我们不认为其所偏好的相对保守的选择能够在重振市场中起到作用。

争论减缓了我们的行动速度，而我担心我们正在丢失金融系统另一个重要部分。像威瑞森通信（Verizon）、麦当劳、卡特彼勒（Caterpillar）这些公司，以及在危机中心的金融机构，都需要发行商业票据来支付它们的账单。某天晚上，我在家里打电话给伯南克，提到了我们阻止他称为“大萧条2.0”版本的共同愿望。

“你能够给CPFF授权，你必须决定你是否想要解决这个问题。”我告诉他。“我们毫无理由尝试一些保守方法。”

我比以前面对伯南克时表现得更为强硬，但我不是在告诉他所不知道的事情。就像以前一样，伯南克很平静而且又耐心，能迅速做出有理有据而又适当的决定。他有一种平静中的力量。

“好的，我听完了。”他说，“我明白了。”

我们的团队迅速完成了一个让我们都能接受的框架，并决定在11月7日的早上将其公之于众。在最后几分钟，我们团队里提出给我们的公告安装一个“制动系统”的比尔·达德利，引述了一些操作上的注意事项。这次是华盛顿方面坚持全速前进。我们中没有一个人确信CPFF能够发挥作用，但是我们必须行动，必须前进，做我们想做的事。

“我们没有选择的余地了。”唐纳德·科恩在早晨6点25分写道，“尽管会很复杂，但我们必须这么做。我们必须在早上发布公告。”

我们最终发布了公告。我们以足够快的速度把技术性问题理清楚，使得CPFF在10月下旬就能开始贷款了，这将在首周为那些公司提供近1 500亿美元的流动资本。但是相对这些，金融系统仍需要更快地获得帮助。

***

金融系统真正需要的是一个综合全面的担保，我决定打电话给希拉·贝尔，看看是否联邦存款保险公司能以其在系统性风险上的权威提供一条解决途径。

我也许不是向希拉提这件事的最佳人选，我们彼此并不熟悉，而在我们就华盛顿互惠银行和美联银行的争论中，我曾被她的言论嘲笑过。而随着汉克和伯南克礼貌地鼓励她为了整个金融系统利益采取行动，并

把这称为让她变为救火英雄的好机会，我表现得却更为好斗：无视她对联邦存款保险公司保险基金的直接风险管制的关注，斥之为狭隘和短视的行为，并警告她正在把我们拖入史诗般的灾难中。

但是我认为，政府机构坚定地支持银行的债务是至关重要的，这样可以让借款人和贷款人不需要评估哪些人的信用良好，因为在这场恐慌的迷雾中，没有人看上去是信用良好的。联邦存款保险公司则是这种权威唯一可靠的来源，国会早已明确赋予其为银行债务（即使是那些已经破产的银行）担保的能力，我认为就这些银行（当然，不是一家两家，而是所有的银行）询问希拉是否愿意在它们倒闭之前为其债务担保是非常值得的。

希拉很有礼貌地听我阐述，而我再次强调了政府承诺承担的风险越多，其最终所要面对的风险就越少，如果我们有无限的资本可以注入银行，我们就不需要监管了，但是我们没有无限的资本，而且我们也不知道我们具体需要多少钱才能重振市场，通过支持银行系统的债务，联邦存款保险公司能够帮助阻止一场席卷整个金融系统的挤兑风潮。世界不能再承受另一个雷曼或是另一个华盛顿互惠银行破产—虽然我并没有提这个痛苦的主题—我们不得不采取有效的措施来阻止这样的事情发生。

我得到了希拉极大的信任。她回答说：“我想我们也许能够做这件事。”

希拉和我虽仍然会在各方面产生分歧，当然包括这件事，但是，她愿意利用联邦存款保险公司担保的权威是挽救这场危机的转折点之一。在看到美联银行以及紧随其后的华盛顿互惠银行迅速陨落之后，她已经意识到系统性风险的例外情形，而现在她似乎开放性地去考虑更全面地行使紧急情况下的权力。她已经瞥见了深渊，尝到了恐惧重压的味道，而汉克、伯南克和我早已经背负这些重压超过一年了。

我一挂断电话就打电话给汉克和伯南克，报告他们希拉可能已经愿意并且能够提高某种形式的普遍担保。10月8日，星期三，汉克邀请希拉到他的办公室，伯南克当时也在那里，我也从纽约打来电话。开始会议时，汉克告诉希拉，如果她能以一种更广泛的方式接受最初美联银行计划的原则，也就是说，如果她能为银行系统的债务担保，这将会一件非常美妙的事情。她仍有点保守，提醒我们她的存款保险基金里只有350亿美元。汉克回答道，如果我们不能为系统提供担保，挤兑就会不

断扩散，更多的大银行就要破产，而最终她的基金里将会分文没有。我的经历也证明了不遗余力地全力以赴比刚开始的畏首畏尾更加安全有效。

很明显，希拉有所保留，作为一个老练的官僚，我们很难让她接受我们全部的观点。但是，她愿意以一定方式提供担保的意愿是明显的，而同时问题资产救助计划也让我们有能力提供资本。

现在，我们需要做的是弄清细节了。我们已经花费了3个疯狂的周末尝试运用系统性的方法来拯救这些岌岌可危的公司，而我们将会在下一个周末—哥伦布节的周末—试着确保我们不需要做更多的事情。我们已经追击这个不断升级的危机超过一年了，我们总是后知后觉，然后再一起对已经确定的方案修修补补，以保持金融系统的稳固。而现在，我们终于有机会可以设计一个更有决定性的解决方案了。

***

周六早上，我出现在财政部大楼的南门，这是20年前我开始政府公务员生涯的地方。特勤部门的系统中没有我的详细信息，这使得我不得不在门外等了半小时，直到他们确认了我和汉克有场会议。我和纽约联储的同事坐在财政部台阶上，对面就是第一任财政部长亚历山大·汉密尔顿（Alexander Hamilton）的雕像。雕像戴着一顶三角帽，似乎在取笑所有能把我驱离这栋大楼的理由。

那是华盛顿阳光明媚的美丽秋日，尽管世界仍然支离破碎，但是我感觉这是近几个月我最轻松的一天。我们最终有了一个计划的大纲和可行使的权力。我们正要以一种汉密尔顿从未想过的方法去分配联邦政府的资源，但是想起他对行政权力以及一个强大金融系统的维护，我相信如果是他，也会通过我们的决定。正是汉密尔顿一直坚持承担国家债务，并以面值支付给新的国家债权人，才建立了美国政府在信用风险中坚实的信誉，尽管对于以极低价格购买革命战争债券的那些外国人和投机者减价偿还可以是一个更好的政治选择。他是美国最早的“援助先生”，就像他雕像上的题词所说的，“他触碰了行将就木的公共信用，点石成金。”

那个周末，我们的主要任务之一就是说服联邦存款保险公司利用那种公用信用的力量提供担保，以此来帮助重振私人信用。而从希拉承诺

以其权威支持银行系统到现在，她却再次变得保守了，她提出了种种将会损害担保效力的限制和条件。她想只吸收银行债务90%的损失，这意味着将有潜在的10%的缺口，同时她还想为担保收取惩罚性的费用，她还想只担保基于联邦存款保险公司承保的存款所形成的新债务，而将现有银行和所有银行控股公司及其经纪自营商子公司的债务排除在外。

一些美联储和财政部的官员与联邦存款保险公司一样对担保的范围和程度感到不安。这同时也受到白宫一些部门的关注。但是，希拉是尝试减小联邦存款保险公司风险的首要人物，我们周末的大部分时间都处于紧张的谈判中。我尽可能地去争取最大限度的担保，以及让相关费用尽可能合理，从而使得金融机构确实真正想要使用这些担保，并确保没有任何缺口。我再次做了坏警察，而汉克和伯南克则是调解人。某一刻，希拉变得非常生气，妄称汉克邀请她到他办公室，差不多就是求她帮助我们逃脱末日，并承诺确保她会得到应得的信誉。

最终，希拉同意担保100%的债务，资产减值最终成为无稽之谈，同时收取的费用也不会令人望而却步。但是，她对限制担保范围的努力产生了一个棘手的问题—界定范围的问题。一旦政府设定了要担保的和不能担保的界线，这可能会爆发一场从线的一边到另一边的挤兑风潮。我们需要担保能够覆盖到银行控股公司的债务，而不仅仅是联邦存款保险公司承保的银行子公司，否则其他更广泛的机构及其非银行附属机构都将轰然倒塌。在欧洲不断升级的担保可能已经使得美国的银行成为唯一没有政府权力保护的大银行。爱尔兰的担保措施促使投资者将他们的资本从英国的银行转移到爱尔兰的银行，这促使英国提出了自己的担保方案，这样的军备竞赛给了我们跟进的额外压力。

在国会就问题资产救助计划的谈判上，希拉曾坚持将联邦存款保险公司的保险业务扩展到其管辖范围内7　000家商业银行账目以及商业交易账户的核对。而现在她只愿意向联邦存款保险公司承保的商业银行提供担保。她只是不想扩展到那些实际上在银行安全网传统界线外的银行控股公司及其非银行子公司。但这将会增加对整个金融系统中脆弱部分的挤兑，最终会对银行系统造成更大的压力。

随着讨论的进行，我们做出了一个混乱但可以接受的妥协。首先，联邦存款保险公司将为银行控股公司及其商业银行分支机构新的无担保债务承保，但是其经纪自营商的债务以及现存的债务则不会获得担保。最终，商业银行将会发行只有20%由联邦存款保险公司担保的债券，所

以如果我们同意了限制机构的范围，担保的力量就会小得多了；其次，如果联邦存款保险公司同意为所有现存的和新的债务都提供担保，其力量会强大很多，否则会让现有的债权人怀疑当金融系统遇到更多的问题时，是否会有更多的违约和资产减值发生。而只有担保措施能够帮助银行继续融资，这才是最重要的。

那个周末，我们的另一个挑战是要对资本投资结构进行设计—什么类型的资本、谁将得到资本、怎样去花费资本，等等。这可能是私人市场自20世纪30年代以来最彻底的政府干预，我们有两天的时间设计。我更倾向于简单可行而有力的方案。美联储的工作人员为注资提出了几个优雅的定价选项，包括一个能够让私人投资者进行估值，并把他们的风险资产与纳税人的钱放在一起的“联合投资”计划。这是一个很酷的想法，我们在之后的危机中会再次遇到这一概念，但是这个方法太过复杂，我们不可能在一夜之间将其设计出来。我的员工总是开玩笑说，每当我说某个想法很优雅的时候，我的实际意思是这个想法太复杂或者太难落实了，因此我们不予讨论。

“现在重要的不是担心这些具体的细节，而是怎么在星期一随着资本的注入把事情解决”。比尔·达德利在星期六发给我的邮件中写道。

最终，我们决定在财政部第一批问题资产救助计划中购买参与公司价值2　500亿美元的优先股。这将会带来每年5%的分红，并且在5年后涨至9%，以鼓励公司还钱给政府。财政部同时还得到普通股认股权证，让纳税人在这些公司恢复后能获得公司成长的好处。现有的购买机会限于无投票权的优先股，这减轻了市场对国有化的恐惧。但是优先股的亏损吸收能力要弱于普通股这一最具弹性的资本形式，所以我们注入这些公司的资本看起来更像低息贷款而不是长期投资，这削弱了资本的力量。我们同样决定注资条件针对所有人都是一样的—部分是因为不同价格的设定在这么紧急的条件下太复杂，主要原因是我们不想用昂贵的资本成本去让已经很羸弱的公司遭受胯下之辱。

羞辱是很危险的，这也是为什么我们决定让最大的公司必须完全接受这一资本。英国只是宣布了一个自愿项目，而且最初也只有弱小的公司愿意接受这样的资本，导致市场把惩罚的矛头只指向它们。联邦存款保险公司的团队认为，强迫资本计入实力较强的美国公司是不公平的。但是整个系统从总体看资本不足，并且除非更大的缺口能被填补，否则危机将会从相对较弱的公司一直蔓延到相对较强的公司。这场大火毁灭

贝尔斯登、雷曼或是美国国际集团时并不会熄灭。它会变得更强，没有人能够幸免。整个系统的资产重组将人人受益，所以允许公司自由退出却依然享受这一福利才是最大的不公平。

当我们在拟定资本及担保细节的同时，美联储的团队也在敲定我们新的商业票据计划，以及一次空前规模的外汇互换：通过欧洲、英国、瑞士、日本央行无限制互换美元。同细节一样重要的是，这更传达了我们无法阻挡的力量，向市场和公众保证，美国政府将成为这个脆弱系统的后盾。我们必须显示出我们有能力、有信心结束这一次次不断升级的恐慌。

在星期六的邮件中，我们讨论完我们在这些计划中所处的位置之后，达德利指出，“关于如何相互匹配的合理解释”是解决这个难题必不可少的组成部分。

“主要是这有关信心。”他写道。

银行在哥伦布日全部关门，所以那天早上三菱银行的高管们亲自向摩根士丹利交付了90亿美元的支票完成交易，以避免出现雷曼式的倒闭。汉克和我成功劝说这些日本人通过非正式外交途径完成交易，但是我们几乎没有时间为那天稍微的缓和松一口气。汉克召集美国九大金融公司的CEO来财政部开会，决定世界经济的命运。

我们想向这9家机构注资1　250亿美元，这是最初计划的一半。这9家持有银行系统超过一半的资产。我们以此希望更小规模的机构能自觉自愿而非屈辱地申请问题资产救助计划。我们会向每家机构投资风险加权资产的3%：摩根大通、富国银行和花旗各250亿美元；美国银行150亿美元；摩根士丹利、高盛和美林（还不是美国银行的一部分）每家100亿美元；纽约银行30亿美元，道富银行20亿美元。我们几乎整个上午都在幕后指挥着会议、优化条款，着眼于如何确保这9家银行都会接受这些新资本。

我们同意让汉克牵头总述我们的计划，之后由伯南克讨论稳定性的重要性。希拉将会给出担保的细节，我们知道这对这些金融家来说是个好消息。之后由我阐述这个他们当中某些人不太喜欢的资本注入计划，尽管我们对银行的投资被大多数美国人视作“援助”。根据我们的计划，我试着让资本投资听起来接近强制性的。我们不能强迫他们，但是我们

能让这听起来像是不能避免的。我预期一些公司会拒绝接受有政府附加条件的新资本，但是在金融危机中，没有一家公司像其想象中那样资本充沛，雷曼直到倒闭还认为自己资本充裕。

希拉和我也建议汉克让这些CEO签字保证会使用新资本更多地发放贷款，从而有助于整体经济：调整出更多的房屋抵押贷款以帮助挣扎中的房主；遵守问题资产救助计划的救助条款，虽然这会引起一些《旧约》拥趸的愤怒。批评者正确地识别出这些保证就是当我们被指责忽视布衣街时拿出来当挡箭牌的不相干的东西。虽然从政治上讲这些无花果的叶子总比什么都没有要好得多。汉克、伯南克和我相信，真正对实体经济有益的是防止出现金融崩溃以至于造成全球性衰退。但这很难解释。

下午3点，9位银行家坐在财政部历史悠久的会议室的红木长桌前。这个房间用文艺复兴风格的家具和后内战时代的煤油吊灯装饰，挂着乔治·华盛顿和所罗门·蔡斯（这位头像印于首张美元上的内战时期财政部长）的肖像。这是在新兴市场危机中让我们这些在财政部进行头脑风暴的瞎胡闹者显得一本正经的摆设。这一次，危机发生在我们自己的市场中，我们正试图规划近80年来政府对经济最激进的干预。

汉克按部就班地进行着他的说明工作，大致介绍了这个项目并且告知银行家们他们需要同时接受资本注入和担保。“我们计划宣布你们9家都会参与。”他暗示如果哪家不参加可能会带来的监管后果，之后的所有政府干预都不会这么慷慨了。

“这是在为国家做正确的事。”汉克说道。

当轮到我时，我依照字母表顺序从美国银行到富国银行宣布了每家银行将会收到的资本，并且强调任何一家拒绝接受资本注入的银行都不会符合担保资格，这是打包交易，而不是点单式计划。

“你必须两个都同意，这样项目才会起作用，”我说，“我们设计的这个打包交易是符合整个金融系统需要的，这也迫使你们每一家银行都必须全盘接受。”

我警告这些银行家，如果他们都不接受资本注入，问题资本救助计划将会受到指责，整个金融系统将依然处于资本不足的状态，他们也将继续处于风险之中。我还说在这样的大环境中，不仅仅是“整个金融系

统”需要资本。它们其中个别公司也需要，尽管一些公司的需求不是很急迫。如果整体经济衰退，它们将会需要更大的资本缓冲，以应对资本的合理需求以及维持市场对于它们恢复能力的信心。

“你们中的一些人可能会说，这些条件注资实在太多了，但是实际上你们中的每一家都需要筹集更多资本，在目前的经济演化情形下，对于某几家机构筹集更多资本意义重大，”我说，“如果你们坐等观望，当你们再筹集资本的时候，条件要远比现在苛刻。”

这个房间里最强大的两家公司是摩根大通和富国银行。杰米·戴蒙知道在危机中银行是不可能有太多资本的，因为摩根大通需要从一个健康的金融系统中获利。但是富国银行的迪克·科瓦切维奇（Dick Kovacevich）却公开反对我们的提议，即便是他刚刚收购了美联银行及其大量的房屋抵押贷款。

“我为什么需要250亿美元的资本？”他问道。

“因为你并没有你想象中那么资本充裕。”我回答道。

虽然这似乎只能让他更加愤怒，但是这次峰会发展得比我们所预料的要好。银行家们似乎被我们行动的强度震慑了，但是他们理解之中存在的紧迫性。“这是非常廉价的资本了！”花旗的潘迪特说。美林的沈约翰令人难以置信地要求获得高管薪酬补偿的保证，但是即将成为其老板的美国银行的肯·刘易斯嘲讽地说：“此时在这件事上要求补偿或别的条件简直就是疯了。”

“我们都会参加，所以就不要浪费时间了，”他说道，“废话少说。”

摩根士丹利的麦晋桁在其公司被一家日本银行的10位数支票救活之后，第一个在投资意向书上签了字。他知道在市场上筹钱是多么困难。到了傍晚，其他的CEO也都签了字。

在我们宣布投资前，市场反应过于热烈。我们行动的消息被泄露出去，股市飞涨了超过11%。标普500指数创下了单日最大涨幅。

第二天我们正式宣布计划，然后面见布什总统。总统先生轻松、风趣、亲切地接待了我们。他把我叫到一边赞扬了我，这也可能是出自汉克的提议。“我听说你是个聪明的家伙。”他说。我不太关注布什的减税

政策、伊拉克战争或者关于社会问题的保守性言论，但是我很崇拜他在危机中的表现。对于一个典型的共和党意识形态者，要主导一次规模空前的政府干预私人公司的行动的确不易。布什沉稳而冷静，他不遗余力地支持汉克及我们的团队，值得获得尊敬，而这与参议员麦凯恩及许多国会中的共和党人形成极大反差。

这是自贝尔斯登援助行动之后我第一次感到如释重负。我依然感到麻木、精疲力竭，并且对前途的危险充满担忧。但我们最终还是走到了危机的前面。几周来，我一直呼吁我们多做一些事，多承担一些风险，为金融系统多提供些帮助，而现在我们的确表现得更有魄力。我很感激汉克和本，他们成了公众愤怒的众矢之的，而我则在视野之外的幕后，只是偶尔有些感觉。

我猜测我开始获得了些声誉。周三，财政部长助理戴维·内森（David Nason）向我转发了一封来自新闻助理的邮件：“美国全国广播公司CNBC财经频道评论说蒂姆·盖特纳是保尔森的卢卡·布拉西！”我不太了解电影《教父》中这个叫作唐·柯里昂的野蛮杀手，但是我感觉我并没有被比作一个了不起的人道主义者。

“我的记忆出了些问题，”我开玩笑地说，“他是个好人么？”

“当然，他杀人的方式很仁慈。”内森告诉我。

市场很欢迎问题资产救助计划，但是这种兴奋并没有能够持续多久。星期一积聚的巨大反弹到星期三被彻底抹平。标准普尔500指数表现得比最初银行家们拒绝问题资产救助计划时还要糟。

这一次，问题不是出自金融系统存在的压力。衡量同业拆借恐惧程度的指标在那一周的确是下降了。现在的问题出在对更广泛实体经济的压力上。最新的零售业报告糟透了，消费者信心跌至谷底，并且各种行业信心指数迭创新低。9月份的就业指数是近5年来最糟糕的：159 000个岗位消失，这一数据之后上涨到459 000，为30年来最高值。建筑业和汽车业萎靡不振，房子没人造，汽车卖不掉。通用汽车公司由于现金奇缺，以至于拖欠了供货商货款，股价下跌至自朝鲜战争以来的最低水平。克莱斯勒的情况一样糟糕。后雷曼时代的金融困境给信心带来了如此重大的打击，以至于各种公司尽可能地裁员、降低成本和产能，以应对持久的经济紧缩。

这就是我们警告华尔街的问题会损害布衣街的实体经济时所讨论的。

与此同时，总统大选一度被认为是关于伊拉克残酷战争泥潭的全民公投，但现在已经变成应对严峻经济形势的全民公投。就在我们宣布问题资产救助计划开始不久后，我接到了以前财政部同事麦克·弗洛曼的电话，他曾是花旗的高管，也曾是贝拉克·奥巴马在法学院时的同学，现正为奥巴马的总统竞选提供咨询。

参议员想见个面。

***

2月，我出现在拉奇蒙特一家小学的投票站给参议员奥巴马投票。我忘了作为一个独立注册的无党派人士，我是没有资格为纽约的民主党初选投票的。自从共和党人与我的政见日益相左，自克林顿时代我就是民主党的铁杆选民，只是由于我对党派政治过敏，使我不至于成为民主党人。而参议员奥巴马似乎是我所喜爱的那一类候选人：社会问题自由，经济问题温和，总体上务实。我读过他的回忆录《我父亲的梦想》，发现他的人格魅力令人难忘。

我同样对参议员奥巴马冷静和负责的应对危机方法印象深刻，尤其是与参议员麦凯恩反复无常迎合大众的做派形成鲜明对比。参议员奥巴马和极为赞赏他的汉克保持经常联络。他从不与问题资产救助计划保持距离，即便是在国会的民主党竞选中，大家都选择放弃反对布什援助计划的机会。富兰克林·罗斯福曾拒绝尽举手之劳帮助即将卸任的政府减轻大萧条带来的压力，所以他就职之后的业绩便与胡佛总统有着鲜明的对比。参议员奥巴马没有遵循那种政治上精明但经济上代价昂贵的做法，他在布什总统的注视下尽其所能试着支持我们为拯救经济而做的努力，即使会模糊他将带来变革的信息。

我已经听说媒体声称我将是参议员奥巴马财政部长的人选，这在我看来和谣传我将是参议员麦凯恩的财政部长人选一样不靠谱儿。但是我很荣幸能够被他所青睐，我很期待与他会面。10月17日星期五，我去他位于曼哈顿中城W饭店的房间与其会面，我们聊了一个小时。就在选举前的三周，虽然全世界都在注视着他的一举一动，但是他依旧镇定自若。

他开始询问金融危机的最新进展。总体上，我保持着危机发生14个月以来一贯乐观的心态，我甚至还有了些许能够避免20世纪30年代危机重演的信心，但是乐观毕竟是相对的。

“我们已经解决了造成恐慌的关键问题，”我说，“但是这件事还没完，依旧很糟糕，并且还会持续很长时间。”

参议员奥巴马随后询问了有关我个人背景的一些问题，所以我描述了我在印度和泰国的童年轨迹。我们讨论到了一个奇怪的家族巧合：当我的父亲在运作福特基金会亚洲区项目时，基金会为参议员奥巴马已故的母亲安·邓纳姆（Ann Dunham）提供了资助，那时她在印度尼西亚建立了一个小额贷款项目。

参议员奥巴马问完了所有问题，没表露太多感情，但是我们家族共有的致力于国际开发事业的传统却让我们的关系更为紧密。他似乎真的很好奇，而我也比通常初次见面就谈论自己时要感觉轻松。我津津乐道于从小远离自己的国家四处游历是一个多么酷且充实的过程，成长到某个时候我决定要成为一个美国人。我见识了美国对于世界超大的影响力，或好或坏，而我希望能出一份力让世界变得更美好。他似乎可以理解我的想法。参议员打断了谈话开始争取我：“蒂姆，我可能要求你必须去华盛顿了。”

“您最好别那么做，”我说。“我告诉你理由。”

我并不是忸怩作态，我的本意就是如此。我喜欢自己现在的工作和目前的生活。我给了奥巴马参议员5个他不应该让我做财政部长的理由。

第一个原因对我来说最重要，但是显然和他无关。我答应过我的家人，在我和他们搬离华盛顿后，不会让他们再搬家。他们觉得住在拉奇蒙特很惬意。爱丽丝是高中一年级的学生，本是初中新生，而卡罗尔拥有一份有意义的工作—一位心理咨询师。我不想违背我的诺言。

第二个原因是还有更好的候选人。

“比如谁？”参议员问道。

我回答说鲍勃·鲁宾和拉瑞·萨默斯会更适合。他们都已经把工作做得

非常好了。如果奥巴马议员在这可怕的时刻入主白宫—民意调查显示他即将入主白宫—他应该团结最好的人在他周围。

我的第三个理由是，在一个动荡和不确定性的时期，公众希望看到负责该国财政的是一位熟悉且令人安心的官员。我在卑微中度过了我的职业生涯，而我也不认为自己会有令人放心的表现。我看上去很年轻，而且我从来没在电视上出现过。

第四个原因是，在某种程度上我们将解决金融危机，而新总统将面临一系列其他的挑战—医疗保健、税收改革、国家的长期财政混乱—这已经不是我之前擅长的工作了。我建议奥巴马参议员找一个工作经验更丰富的人，而不是一个像我这样的危机管理者。

我认为最后一个原因最不可能让我成为候选人：从第一天起，我就深深地卷入了金融危机之中。在奥巴马参议员带着他的希望和改变驾临之前，我早已是另一位援助先生（Mr. Bailout）、一位政治的信天翁、一个可怕的旧时代遗迹，起用我看上去似乎像是为汉克、伯南克和我之前做过的所有不受欢迎的事情进行背书。

“在这场危机中我已经到了最关键的时刻，”我说，“如果你让我和你一起工作，你将会有一段艰难的时间来进行抉择。”

参议员奥巴马暗示他不关心政治的表现，但我说我不只是政治上的问题。我相信那些让我身陷其中的不受欢迎事物的所有优点。

“我为我们所做的事而自豪，”我说。“我不会放弃或批评它。这会使你在开辟一条不同的道路时更为困难。”

我对他印象不错，他似乎也对这次会面感到很高兴。后来他的最高政治助手戴维·阿克塞尔罗德（David Axelrod）开玩笑说，参议员奥巴马和我之间存在瞬间的“兄弟之情”。据阿克塞尔罗德透露，参议员奥巴马立即通知他的团队，说我会完美地融入华盛顿；他可以告诉那些愿意倾听的人，我曾试图说服他打消聘用我的念头。这次的财长竞选人都在解释为什么他们才是华盛顿的正确人选，因此我猜测我推辞的理由对他们会有消极影响。

这不是我预期的效果，但我的保留意见是真实的。卡罗尔不仅有保留意见，她还会强烈表示反对。我感到内疚，我甚至考虑再次搬迁了。

我也答应了卡罗尔，我们再也不会为了任何事而分开居住，我知道我们不能在学年中期就让孩子们转学。我记得我曾和我的密友以及前财政部同事乔希·斯坦纳谈论过我的焦虑，他管理着一个为奥巴马在经济政治上出谋划策的一个团队。他耐心地听着，然后说："是的，但是如果总统坚决认为你是这份工作的最佳人选，你准备好拒绝了吗？"

"嗯，他不会做那样的决定。"我回答说。

在接下来的几周，我考虑了很多。乔希说得有道理。我的确相信如果总统召唤，公民就有一定的义务为祖国服务。我陷入了无比的荣耀和兴奋中。奥巴马似乎看重政策而且擅长政治。我支持他为改革而发出的号召，他的医疗改革的具体日程，在科研和基础设施的公共投资，以及更多的税收减免政策。在问题资产救助计划的表决过程中，应对危机的主要焦点已经从美联储转移到财政部，而我真的觉得我的经验将有助于新总统继续这一场金融战争。我担心我的弱点，但是我说服自己只要我相信奥巴马和他的团队理解问题资产救助计划、真正了解问题资产救助计划，问题资产求助计划就不是一个被拒绝的好借口。

大选之夜，我和家人在家观看竞选结果。当奥巴马被宣布胜出并在格兰特公园进行了鼓舞人心的演说，我们都欣喜若狂。我希望卡罗尔是如此欣喜若狂，以至于她会劝我跟随当选总统去华盛顿。但她没有这样。她还是没有动摇。她一直觉得我时间太少、压力过大，牺牲了太多的家庭生活。事实上，她对整个想法感到厌恶。

但是我知道如果当选总统奥巴马要求我接受的话，我不会拒绝。

幸运的是，我在纽约联储的工作打断了我对下一份工作的思索。而不幸的是，主要使我分心的事情之一却是美国国际集团，因为它仍然巨额亏损。它将要公布第三季度季报，有240亿美元的惊人亏损。对于任何金融机构来说，金融危机都是一个艰难的时刻，但对于为众多金融机构和金融工具提供保险保障以应对违约破产的一家金融机构而言，却是遭遇了一个灭顶之灾的时刻。当那些被保险的金融公司和金融工具丧失价值时，美国国际集团会被不断追加保证金的电话淹没，促使评级机构考虑新的评级下调，而这会导致更多的保证金追加。即使我们实施了12位数的援助计划，美国国际集团仍再次站在了违约边缘。

违约绝非良策，除非我们希望发生一次在雷曼劫余之后看起来相对

温和的全球性灾难。但是我们也不想把钱扔进一个无底洞。美国国际集团开始看起来像越南。我们在大选周的大部分时间试图设计一个更持久的救援计划，阻止追加保证金的恶性循环以使公司稳定经营。

我们决定请财政部通过问题资产救助计划并注入400亿美元新资本，而美联储将重组我们之前的1 128亿美元注资，这是早些时候我们通过创建两个新的复杂的Maiden Lane平台以支持美国国际集团的款项，类似于当初用于贝尔斯登的救助。然后我们转移了抵押贷款的相关文件，促使追加保证金的电话打到Maiden Lane平台。这个想法旨在剥离推动公司进入恶性循环的不良资产，帮助美国国际集团继续履行其义务。我们希望这次将是用一根止血带来止血，而不是需要持续注资的另一种现金输血。

数目如此之大，以至于我们断定，至少探究美国国际集团的交易对手是否会愿意降低索赔要求是值得的。百分之几的优惠就可以为纳税人节省大约10亿美元。但在8个最大的交易对手中，有7个断然拒绝降低索赔要求。在没有迫使美国国际集团破产的情况下，我们不能强迫它们接受资产减值。而且我们也不能真的以破产威胁美国国际集团，试图诱使它们自愿接受资产减值。我们已经向美国国际集团注入超过1 500亿美元的资本，试图避免灾难性的违约；交易对手也知道我们不会破坏整个救援计划，更不会影响全球金融系统的稳定，从中削减总数10亿美元救助是徒劳的。以破产相威胁甚至可能促使评级机构下调对美国国际集团的评级，否则我们就要注入更多的资本来维持。因此交易对手都以票面价值得到了补偿。

我认为我们采取不减值策略是情非得已的。我们干预措施的整体目标是稳定金融系统。正如我们已经看到的华盛顿互惠银行的例子，这是一个规模小于美国国际集团1/3，而且对整个金融系统不太重要的金融机构。客户资产减值的做法发出了一个不稳定信号，即会发生更多的资产减值，从而刺激对金融公司的挤兑。如果联邦政府废除美国国际集团所签订的保险合同—或者滥用我们的监管权力，逼迫交易对手“自愿”妥协—我们将发出一个信号：没有任何合同是安全的，即使在美国政府和美联储不遗余力地拯救了金融机构之后。我们也会极大地弱化哥伦布日注资和担保的力度。而且我们会弱化任何未来紧急援助的力度。

然而，我们没能迫使美国国际集团的交易对手接受资产减值，这成为平民愤慨和批判危机应对措施的重要证据，从而有利于喧闹的国会听

证会和道德监督报告。批评家不解释我们如何实施资产减值措施——许多交易对手甚至不是美国公司——或者为什么资产减值措施（甚至在资产减值措施上旷日持久的谈判）不会产生降级和违约。他们只是发现我们支付给美国国际集团的资本可憎地直接流向了诸如高盛公司等金融巨头。他们没有更好的解决办法；他们只是不喜欢我们这种解决办法。我们经常遭到这种攻击，因为我们很少有最佳选择。我们只是试图选择最好的方法。

高盛公司是一根特别的避雷针，雷电都集中到它身上了。因为汉克和我的董事会主席斯蒂夫·弗里德曼曾一起经营高盛公司，而汉克处理美国国际集团问题的高级助理丹·杰斯特和我的市场总监比尔·达德利，是高盛公司前高管。这已经成为在某些圈子里左翼和右翼的一个信条：对美国国际集团的救援显然是给高盛开后门。但事实并不是这样的。危机后的调查证据表明，高盛公司在问题交易中暴露于美国国际集团的风险基本持平。美国国际集团一度欠高盛公司大约140亿美元，因此救助看起来像场意外，但这只是高盛公司“轧平账”的一部分，即高盛从美国国际集团获得的一美元的保险费与其卖给另一家公司一美元的资产匹配。因此，140亿美元仅仅是通过高盛公司转移到其他公司。即使我们没有支持美国国际集团讨价还价，高盛公司也已经通过对冲使自己免受美国国际集团破产的影响。

的确，向高盛提供保险的一些公司，如花旗集团，也有其固有的脆弱性，或许在美国国际集团破产违约后，它会为了声誉而努力不使其保险合同违约。在这种情况下，高盛的确和世界上的其他银行和投资银行一样，从我们的救助措施中获益了。但是美国国际集团的违约会对整个金融系统带来极大的压力，将我们带回世界金融末日的边缘。况且，金融危机的严重压力早已损害了布衣街（实体经济），就此而言，所有人都从我们保护美国国际集团免于破产的决策中获益了，不仅仅是数以百万计的购买了美国国际集团保险的家庭和企业，而是所有在工作、住房、存款方面免于损失的人都获益了。这就解释了为什么说我们已经恪尽职守了。

在11月初，就在我们公布对美国国际集团的最新援助之前，我飞往芝加哥会见当选总统奥巴马。媒体报道说总统可能选择拉瑞·萨默斯或者我担任他的财政部长。我通常力图避免在新闻中看到关于我的消息，但我确实感到在组阁投机中受到的一些压力。我记得我告诉我的家人不要

去看有关报道，因为如果他们相信了好消息，也可能倾向于相信坏消息，而坏消息肯定会有。

但我也很无奈。

在芝加哥奥黑尔机场候机厅里，我碰到了拉瑞。我敢肯定，他正在计算奥巴马选择他出任财政部长的概率。这对于我们两人来说都很尴尬。拉瑞帮助我开启了在财政部的职业生涯，使我从喧闹的抄写员被提拔到一系列越来越高级的职位。他也帮助我获得了纽约联储的工作。我们是朋友；每年春天，我们会和前财政部的同事到位于佛罗里达的波利泰尼学院打网球。我们在某项政策上并非总是意见一致；当他还是我的上司时，我们就因各种各样的事情争吵过，在当前的危机时期，我们私下里也讨论过我的大部分工作。当我们都成为该职位的候选人时，拉瑞已经做了很多杰出的工作，这时拉瑞也渴望回归公共领域。在机场，我告诉拉瑞我没有刻意谋求这份工作，也曾敦促奥巴马选择他作为财政部部长，但这并没有切实地减少我们之间的尴尬。

奥巴马一开始会见了拉瑞，然后是我。总统当选人看起来比他3周前在纽约时少了些许轻松。他也问了我一些严肃的问题。我还记得当时的想法：嘿，我试图说服你了。为什么你要逼迫我说服你？在这一点上，他告诉我，鲁宾说我不善于表达，所以他要求我回应。

“这是真的，”我说，“而这比你想的更糟糕。”

他还问我关于住房还能做什么。100万个家庭中，3/4的家庭在第三季度已经丧失抵押品赎回权，而且更多的房主开始失业，违约率快速上升。房利美刚刚发布了一个惊人的数据，第三季度亏损290亿美元。政府有着巨大的政治压力为银行和普通购房者匹配互惠。但这并不是我在美联储关注的焦点。

“我不知道我将要做什么，”我说，“但是我确信我们可以做的比我们现在做的更多。”

当选总统还问我对拉瑞的看法，我告诉他一句有关亨利·基辛格的名言，拉瑞应该在白宫有一个永久的办公室，负责推翻各种愚蠢的想法——几年前我告诉了一位记者，从那时起这句话第一次变得知名了。拉瑞无疑才华横溢，这不是什么秘密，但是除非你被他智慧的解剖刀庖丁解牛，否则你很难理解他是多么有才华。没有人更善于在争论中暴露自己

的缺点。我试图向当选总统表明拉瑞是一位独一无二的令人信服的天才。

会晤之后，我返回了机场。当我等待安检时，我接到了拉姆·伊曼纽尔的电话，他刚被总统任命为新的幕僚长。他想知道，如果被提名为财政部长，我是否会接受这一任命。同时，如果我没有被提名，我会不会接受美国国家经济委员会主席的任命。我说我愿意担任财政部长，但不愿意管理美国国家经济委员会。美国国家经济委员会主席通常也是总统的首席经济顾问，因此影响力要大于财政部长。但他更多的工作是框定或者协调政策，而不是制定或者执行决定。我认为在这个危急时期抛弃我纽约联储的同事去担任这样一个职务是毫无意义的。但如果在财政部，我将直接负责我们已经开始做的工作，然后试图修复破碎的金融系统。

一周之后，当选总统打电话来问我，如果拉瑞担任国家经济委员会主席，我是否愿意与他共事。我立即表示同意，尽管我知道这意味着更多的尴尬。我们以前的一些同事都认为让拉瑞担任主席的想法几近疯狂。很难想象前财政部长现在担任顾问的角色。并且，美国国家经济委员会主席这一职位需要的是一个诚实经纪人的角色，确保总统能够听到各种不同的观点，而拉瑞并不以升华其自己的观点著称。但他是我所认识的最聪明的经济学家。我认为关于拉瑞专横的声誉是夸大其词了。他注重以证据为基础，而且他喜欢迎接挑战。在任何情况下，我知道如果我成为财政部长，我会打电话咨询拉瑞，不管他在做什么。我重视他的建议，我们需要网罗天下英才。

几天后，当我坐在下班回家的车上，当选总统奥巴马打电话来要我担任他的财政部长。汉克曾告诉我，当布什总统任命他时，他列了一份经过深思熟虑的条件列表，甚至把他的列表送给我作为参考。我告诉奥巴马总统，我没有任何条件，但我有两件事很在意。

“一个是我想确保你知道与我共事能给你带来什么。”我说。

这只是强化补充了我们最初在纽约的会晤。我想再次向他强调我的缺点：太年轻且缺乏权威，除了金融和国际问题之外，我缺乏经济政策方面的经验，最重要的是，我不愿意和我们现行的金融拯救政策隔离开。奥巴马表示这些他都知道。

“第二件事是我想确信你想拥有一个强大的财政部。”我说。

我并不担心被微观管理，部分原因是因为我对与奥巴马的关系有一种良好的感觉，部分原因是因为我知道经过危机后，我比新同事具有更大的知识优势。不过，我想确信我不需要去讨好白宫的精英，尽管我肯定不会这样做。当选总统奥巴马让我打消疑虑，他会遵守诺言的。

那天晚上我家有客人，所以我不能一进家门就马上告诉卡罗尔这个消息。但她从我的眼睛里读到了信息。我能看出她并不开心。我也一直很矛盾。我对经济的恐惧—以及我对于这个家庭所作所为的内疚感—比我的骄傲和兴奋更为强烈。

11月21日周五下午3点，我即将被提名的消息被泄露给新闻媒体，在最后一个小时的交易中，股市立即上涨了6.5%。这很容易被看作一张谄媚的信任票，认为新总统将成功地防止第二次大萧条，但我知道市场的赞扬可能转瞬即逝，而且也不能作为政策合理的依据。一些人简单地认为，任命我为财政部长是一个信号，即我们会继续向金融系统提供政府援助。事实上，当我在芝加哥接到电话时，我们正在设计另一个拯救计划。

***

这次，危险的多米诺骨牌传到了花旗集团，花旗是3倍于雷曼兄弟的庞然大物，与全球市场运作也结合得更加紧密。

花旗还是一片混乱，被表内表外的抵押贷款压得喘不过气。它的融资基础比其他美国主要大型银行更加脆弱。在问题资产救助计划注入资本之后，其股价有一定反弹，但随着亏损的扩大，其光芒迅速消退。当11月12日汉克宣布布什政府财政部不会购买任何非流动性资产时，它的问题加剧了。我支持汉克的决定，但声明似乎是不必要的。声明压低了资产价格并且伤害了对金融机构的信心，就像在市场脆弱的时候使希望破灭，这时的花旗看起来是最薄弱的，它的股价低于4美元，较2006年时的峰值下降了93%。

汉克告诉我，他感到对此负有责任，但我告诉他这并不仅仅是他的责任，有很多人需要为此负责，其中也包括我。包括纽约联储在内的众多花旗监管者，都没能在经济繁荣时拯救花旗。我们太晚才认识到它的

脆弱性。现在最重要的是确保问题没有爆发，防止金融系统出现火山口。

“我们需要明确表态，我们是支持花旗的。”我在11月20日的电话会议上对汉克、伯南克、希拉和货币监理署的约翰·杜根（John Dugan）说。

第二天，在我被提名的消息不胫而走两个小时后，伯南克转发给我一份花旗集团救助或破产行动方案”，讨论花旗被接管或破产的可能性。但我们无意让这种情况发生。金融系统无法处理突然崩溃的价值2万亿美元的机构，该机构为世界大部分地区提供金融渠道。在星期六早上的电话会议上，当希拉提出联邦存款保险公司迫使花旗进入破产管理程序并不会破坏整个金融系统时，汉克几乎要大发雷霆。

“如果花旗不是系统性的重要机构，我不知道什么才是!”他回答说。

那个周末，花旗问题需要一个解决方案，但因为我还在等待任命，所以我决定不参与任何磋商。财政部、美联储和联邦存款保险公司协商的救援一揽子计划发挥了应有的作用，暂时避免了灾难发生，支撑了花旗薄弱的资本缓冲，通过问题资产救助计划注资200亿美元，同时确保使纳税人得到更多收益。政府将为其3 060亿美元的债务提供担保，减少了花旗灾难性的尾部风险敞口。这些资产中第一笔395亿美元的损失由花旗自行承担，超过395亿美元的损失，由花旗承担10%，余下部分则由政府承担。但财政部将通过问题资产救助计划承担政府损失中的50亿美元，联邦存款保险公司承担100亿美元，而最糟糕的情况是，美联储将承担剩下的所有损失。

市场反应良好。周一，花旗的股价上涨了58%，而其信用违约互换价格下降了一半。但是我不确信花旗已经脱离危险。那天早上，我在芝加哥参加了奥巴马经济团队的正式亮相仪式，花旗的高管奈德·凯利（Ned Kelly）在路上给我打了个电话。

“这完全出乎我的意料。”凯利说。

亮相仪式之前，我和拉瑞在芝加哥希尔顿酒店会见了当选总统，同时见面的还有经济顾问委员会主席克里斯蒂娜·罗默（Christina Romer）和美国国内政策委员会主任梅洛迪·巴恩斯（Melody Barnes）。当奥巴马问及花旗救助行动时，我不想谈论全部复杂混乱的细节。但是拉瑞开

始解释注资、隔离保护和其他从我们的新闻稿里拾得的牙慧。关于我们的计划他说了很多好话，但我知道得更多，我觉得这没有什么值得兴奋的。

“细节并不重要，”我说，“这只是胶带或绳子之类的修补工具。”

在我们准备面对媒体时，我感到拉瑞、克里斯蒂娜和梅洛迪都希望做一个简短的演讲，甚至有人提议要求我们回答提问。我明确表示这简直是疯狂之举。亮相仪式的主题应该是恢复经济，而不是救助银行。那将改变我在媒体面前开口的时机。

“如果让我在花旗一片混乱之时面对媒体，整场新闻发布会的主题就会变成关于花旗和问题资产救助计划，”我对拉姆说道，“你不希望这样吧。”

他采纳了我的建议。那天，当选总统介绍我为“美国政府首席经济发言人”，但我没有发言。我静静地站在他背后，对于我来说，这个角色更为熟悉和舒适。

我知道我不会享有这种奢侈太久。

当我准备离开纽约联储时，自危机开始以来我们付出的努力，以及金融世界所发生的变化超乎想象。

美联储奉行积极宽松的货币政策。2007年9月，目标利率为5.25%，到了2008年12月，目标利率几乎为零。伯南克还推出了“量化宽松”（QE）计划，购买债券为经济提供进一步的货币刺激。通过新的信贷和流动性计划，我们把美联储的资产负债表从8 700亿美元扩大到2.2万亿美元，我们的贷款远远超出了美国的商业银行系统，为一系列抵押品和非银行机构提供融资。我们每天贷款数千亿美元给金融系统，支持三方回购市场并支撑商业票据市场，同时财政部担保货币市场基金。美联储已经成为真正的世界最后贷款人，为主要中央银行提供无限的外汇掉期，甚至贷款给巴西、墨西哥、韩国和新加坡等新兴市场。

我们也采用各种新方法来行使我们的权力，拯救濒临破产的金融机构，强迫金融机构合并，以避免一波又一波的金融机构破产。通过说服纽约梅隆银行解除国家金融服务公司的回购协议，我们避免了短期融资在早期就发生解体。我们促成了摩根大通收购崩溃的贝尔斯登，并承担

其高风险抵押贷款投资组合的一部分。布什政府已经接管房利美和房地美，注资2 000亿美元，确保它们可以帮助抵消私人抵押贷款的消失。我们曾促成美国银行收购美林、摩根大通收购华盛顿互惠银行和富国银行收购美联银行—这些都是高风险且混乱的交易，但好过政府收购或无序的崩溃状况。我们一再拯救美国国际集团。我们已经结束了投资银行不受监管的时代，让高盛和摩根士丹利成为银行控股公司，迫使它们筹集资本。

随着问题资产救助计划的通过，我们希望从临时紧急干预措施转而采用一个更协调的系统方法。我们说服联邦存款保险公司为银行系统提供强有力的保障，开始向脆弱的机构大量注资。但是我们仍然有必要介入并提供更多的援助，以防止花旗集团破产。汉克、伯南克和希拉很快就不得不对美国银行采取类似的措施，因为美林又出事了；一个月内，其预计的第四季度亏损从50亿美元飙升至120亿美元，肯·刘易斯扬言要放弃合并。我没有参与这些谈判，但是汉克和伯南克有事会随时告诉我，我完全支持他们的决定，以确保并购顺利完成，美林没有步雷曼兄弟的后尘。

这是残酷的一年。2008年年初的25家最大的金融机构中，其中13家机构要么破产（雷曼、华盛顿互惠银行），要么获得了政府救助得以避免破产（房利美、房地美、美国国际集团、花旗集团、美国银行），要么通过合并避免破产（国家金融服务公司、贝尔斯登、美林、美联银行），要么调整自身的业务结构得以避免破产（摩根士丹利、高盛）。股市从2007年的峰值下跌逾40%。我们完成了大量的前所未有的工作，并且成功缓解了银行系统核心部门的挤兑风潮。但是当我在财政部看到将面临更多、更广泛的经济问题时，我发现其他一切还是越来越糟。危机已经远远超出金融业，蔓延至汽车业、房地产、零售业、制造业等美国日常生活领域。无论美联储向金融系统注入多少资本，无论利率降得多低，其推动增长的努力被过度借贷造成的产能过剩所削弱，这也是引发金融危机和金融系统遭到严重破坏的原因。当想借款的人很少且愿意贷款的银行也很少时，低利率也没太大的用处。

我们已经滑入经济黑洞。股市和房价的下跌导致这次财富的损失远远大于大萧条之前，并抑制了需求和信心。私营部门正撤回资本为应对类似大萧条的局面做准备，这也同样抑制了需求和信心。有的家庭因裁员和丧失抵押品赎回权致贫而不敢消费，这意味着市场需求减少和信心

不足，以及更大规模的裁员和丧失抵押品赎回权。

雷曼、华盛顿互惠银行和破产倒闭造成的创伤已经称得上是一场金融地震，现在经济海啸已经抵达海岸了。美国劳工部公布11月就业岗位减少533 000个，后来修正为775 000个，为第二次世界大战以来最糟糕的一个月。失业率上升到6.7%。价格下降速度是大萧条以来最快的，这反映了需求的减少。通用汽车和克莱斯勒都濒临破产。在我的再次鼓励和支持下，汉克同意通过问题资产救助计划向它们提供174亿美元的贷款来渡过难关，直到新一届政府组建完毕。

当选总统奥巴马将会面对急速下滑的经济形势，痛苦并非来自突然丧失生产的能力，而是来自需求的严重不足。尽管市场恐慌情绪有所消退，金融系统还是受到沉重的打击。我们的信贷渠道被冻结了。数月的曲折前行，已经使得世界不知道美国政府是否愿意并且能够防止更多来自主要大型金融机构的违约，这不是一个稳定的状态。随着经济衰退加剧，证券的价格将继续下跌，这也增加了市场对金融机构偿付能力的担忧。

“随着已经疲弱的经济形势急剧恶化，在经济活动和金融系统稳定之间极有可能形成一个逆向反馈圈，”拉瑞和我在给当选总统的早期政策备忘录里写道，“尽管我们已经采取了有效的措施来加强金融机构，改善金融市场的功能，但整个金融系统仍然备受压力。”

对于我们会避免重演20世纪30年代悲剧的短暂乐观很快就消失了。在这种混乱时期，我去看望了伯南克，告诉他需要制订一个应对灾难的计划。他需要另一个人夜以继日地想着最糟糕的情况，因为我即将离开了。

“我有一个应对灾难的计划，”本笑着说，“我原打算给你打电话的。”

这很感人，但并不令人欣慰。无论如何，我觉得一切重负都早已压在我的身上—金融系统、经济，一切重负。然而，我还没有一个计划。

STRESS TEST

Reflections on Financial Crises

第七章 落入火坑

在过渡阶段早期的一次电话会议上，当选总统奥巴马想要探讨在他首次任期内应该完成什么样的目标，于是我首先回答了他。

“你的目标是阻止第二次经济大萧条。”我说道。

这并非是经过两年四处奔波的选战生涯后，当选总统所希望听到的内容。

“这对我来说远远不够，”他反击道，“我并不仅限于阻止第二次经济大萧条。”

他想改革医疗卫生、教育，以及把我们拖入糟糕境地的金融系统。他想减少美国对国外石油消费的依赖，以及化石燃料的碳排放。他想给予穷人和中产阶级一些税收减免，同时向富人征更多的税。我支持他把这些事情放在优先地位，但我们处于过去75年里最糟糕的经济衰退中，因此我不认为这些事情应该是我们优先解决的。

“如果你不阻止经济萧条，你就做不了其他任何事情。”我说。

“我明白。但仅仅这样是不够的。”这位当选总统重复说。

会谈很快转到制订财政刺激一揽子计划上，即向经济体注入数千亿

美元以弥补私人消费的萎缩。经济复苏法案的临时性减税和政府支出的增加，遵循着凯恩斯主义的剧本，即在经济低迷时期刺激短期经济活动并创造就业岗位。与此同时，这位当选总统想利用这些刺激措施来促进长期发展，为清洁能源、科学研究、中产阶级减税等优先项目提供资金。他不断地问我们，复苏措施是否应该仅仅聚焦于某个单一变革计划，比如“智能电网”这样的项目，类似于21世纪的美国州际高速公路网，或者是否可以利用它来引领一系列的改革和投资。

他的宏图大略引人注目。我们何不顺着刺激计划尝试着遐想一番：投资于可再生能源和科学研究，在近期能为太阳能安装工人和实验室研究助理创造工作机会，同时也能为未来更强劲的增长奠定基础。但奥巴马并非对华盛顿抱有天真的幻想，他只是想利用选举后的政治资本大展宏图。他试图拓展一切可能的极限，而非削足适履来适应已存在的政治约束。正如拉姆所说，千万不要浪费危机带来的机会，要转危机为机会。

不过，这些头脑风暴式的远见卓识令我略感不安。我当然希望奥巴马能放开手脚大展宏图，但我当时的抱负囿于迫切所需要解决的经济危机。我们需要设计一项战略来修复破碎的金融系统，需要一项庞大的财政刺激计划来阻止经济自由滑落。我们必须想方设法拯救美国的汽车产业，防止美国中西部工业区的局部衰退。我们必须制订方案解决逐步升温的住房危机，以保护数百万家庭免遭失去房屋的风险。在联邦政府赤字首次冲上1万亿美元规模时，我们也不得不向国会陈述税收和政府支出政策的优先权，并证明当经济复苏时我们如何削减赤字。在总统过渡期，人们对就业以及各种观点的摸索往往是混乱和令人困惑的，但这最终湮没于危急的经济形势下。

拉瑞和我将共同应对这些挑战，他会牵头研究财政刺激方面的措施，而我则会负责金融救助方面。我们已经要求私募股权（PE）投资家斯蒂夫·拉特纳（Steve Rattner）率领一个工作组来处理汽车产业问题；他会与致力于工人运动的投资银行家罗恩·布鲁姆（Ron Bloom）协作。白宫行政管理兼预算办公室主任彼得·奥尔扎格（Peter Orszag）会领导预算事务。即将就任经济顾问委员会主席的克里斯蒂娜·罗默，会在经济政策问题方面提供建议。而且我们还有一个住房问题专家团队来协助开展工作。

速度是惊人的，当然也充满了压力。我非常担心世界末日的到来，

但不确信我们能否阻止它发生。我并未醉心于曾经驱动奥巴马选战成功的无限可能和百废待兴的精神之中，也感受不到过渡期总指挥部大厅里弥漫着的鼓舞和兴奋。我只记得在过渡期的某一天，即将就任的内阁和白宫人员正摆好姿势由著名摄影师安妮·莱柏维兹（Annie Leibovitz）为他们合影留念。但我所想到的却是：世界正处于水深火热之中，而我们却在如此荒唐地自我炫耀。

我想念我的妻子卡罗尔和孩子们，并尽可能在周末飞到纽约去见他们，但当我和他们在一起时，却感受不到真正和他们在一起；我要么陷于拯救危机的战略之中，要么就被电话黏住。在华盛顿，我与以前达特茅斯学院的同窗好友，即现在财政部的同事丹·泽利科（Dan Zelikow）住在一起，在大学毕业并搬家前，我曾经寄宿在他家三楼的卧室中。我每天披星戴月，以至于我很少见到丹或者他的家人。他后来说我就像个幽灵。

奥巴马过渡团队的总指挥部，就设在华盛顿市中心一处拥挤不堪且毫无特色的建筑里。我每天就待在8楼的一间简陋的办公室里，大多数时间就与拉瑞和经济小组参加马拉松式的会议，当然这些会议的效率各有千秋。我们忍受了太多的PPT展示，以至于我开始抱怨要死在甲板上。会议上团队合作精神非常好，当然也夹杂典型的紧张气氛：为一些鸡毛蒜皮的小事争吵啦，为权力大小争风吃醋啦，谁必须去参加哪些会议啦，诸如此类。前克林顿政府白宫经济学家、国会预算办公室主任奥尔扎格试图建立对财政政策的早期主导权，这在拉瑞看来是在传递只有一位预算主管的信号。罗默是位政府新人，新加入到小组里面，并且自克林顿政府时期就与大家相识。她正试图树立当选总统对她的信任，因此她总怕被拉瑞抢了风头是可以理解的。

我记得在一间连窗户都没有的会议室里，开了3个小时关于经济复苏法案的会议后，拉瑞问我对此怎么看。

“我觉得非常好。”我告诉他。“我指的是90%的时间里都是你在讲，但你讲的还是蛮有趣的。”

当然，我只是在和拉瑞调侃，但我们之间的关系也有一些紧张，主要是关于金融救助方面。那些天拉瑞的口头禅就是“不连续性”，这是应对危机时奥巴马政府和前任政府反应不同的重要区别。鉴于美国人民非常憎恶问题资产救助计划，更别提布什政府后美国人渴求改变之心，因

而发出与过去诀别的信号在政治上是有意义的。况且这在法律上也讲得通，因为我们已经担负了首批3 500亿美元不良资产救助款，还需国会批准第二批款项。但我不喜欢拉瑞时常嘲笑汉克和伯南克，我是保护他们的，当然，实际上我参与了他们做的所有事情。拉瑞写给奥巴马的一份便函中就充满了挖苦之味："过去一年半的错误"、"不稳定"和"无效的"危机应对，还有"缺乏对目标有意义的沟通"。这些批评并非完全错误，但拉瑞并未置身其中，所以我并不认为他有如此自信的事后批评权。

拉瑞正试图应对双重压力：修复经济金融的迫切性和减少新总统面临新鲜烂摊子的政治风险。但我并不认同他的这种自信，让应对危机变得既有效率而又在政治上受欢迎。过渡时期的早些时候，我在华盛顿会见了墨西哥前总统塞迪略，他提醒我说："不管你做什么，不管你怎样做，人们都会厌恶。"我明白政治人物试图满足《旧约》中人类欲望的本能，但这不可能有光鲜的民粹主义噱头—让被问题资产救助计划救济的银行贷出更多钱，并支付给高管更少薪酬的指导方针—会使美国民众对财政救助感到很开心。而现实中应对危机时的民粹主义行径—以系统稳定性为代价来展示强硬的惩罚性条件—违反了不伤害他人的希波克拉底誓言，最终会花费纳税人更多的钱。人们会厌恶这样子，但他们最终也很厌恶经济萧条。所以我并不关心不连续性，事实上，我们的首批决策其中之一就是，是否换掉美国联邦存款保险公司的希拉·贝尔和美国货币监理署的约翰·杜根，当然我们还是选择让他们继续留任。尽管我对希拉持保留意见，并公开批评杜根与银行太过亲密，但我仍然建议让他们留下来，我们也确实这样做了。

我们的职责并非标新立异，而是去解决困境。

12月16日，当选总统在芝加哥会见了他的高级顾问，长达4个小时的会议促成了后来奥巴马政府神奇的开场情景。克里斯蒂娜·罗默这位大萧条领域的著名学者，以其对经济形势转换的概述开始了她的谈话。

"当选总统先生，"她说道，"这是你最糟糕的时刻。"这句话后来非常有名。

如果说那天的主题是我们即将接手的困境，那么经济复苏法案就是主题了。我们都认为刺激措施应该尽可能庞大并且尽快通过。在经济危机时，政府往往面临政治压力而勒紧裤腰带，因为家庭和商人也在勒紧

自己的裤腰带。但对于能负担得起债务的国家来说，在经济危机时，艰苦朴素、缩减消费是一种危险的误导方法。凯恩斯认识到了这种“节俭悖论”，个人节俭的观点在正常时期被认为是高尚的。但在经济衰退时期，如果大家同时缩减消费，就会削减社会对商品和服务的需求。一个家庭的支出是另一家庭的收入；人们消费得越少，赚得就越少；赚得越少，消费就越少。这时政府就需要向经济中注入资金，以使需求复苏并重建信心，尽管在政治上，经济困难时期的赤字支出看起来是恣意挥霍并违背常理的，如同人们对金融救助的感受。

我对经济复苏法案的确切内容并未抱有很大的信心。我认同有针对性的减税，能快速将资金注入人们的口袋和更广阔的实体经济领域。我也认同公共工程项目，虽然进程缓慢，但是更能拉动经济。对失业者和经济衰退的其他受害者直接进行救济，会很迅速而且有力，因为他们会立即花掉这些钱。我非常警惕国会民主党人的各种要求—当选总统队伍中的一些职员也同样如此—在野8年后想把他们喜欢的项目加进去。但是我们没有更多的时间来拖延谈判并优化方案。我认为我们应该尽可能多做，尽可能加紧做。经济小组似乎同意大的框架，因此我并未过多涉及实质性细节或立法方针。

我关注的焦点是金融系统。在当选总统奥巴马的情况通报会中，我警告说信贷市场依然冻结，并且许多大公司仍处于危险之中。金融系统被破坏了，如果我们不修复它，不管我们的刺激政策花多少钱，经济都不会复苏。我告诉当选总统，我们需要做得更多以便重整银行部门的资本结构，恢复信贷流动，确保市场不会再出现雷曼兄弟公司式的惨败。

我也讨论了我们早期的金融改革思路，指出金融系统的长期目标，如更严格的杠杆限制和应对危机时立即执行的优先目标，如暂缓去杠杆化进程，因为两者之间有一些紧张关系。实际上，我们希望金融公司承担更少的风险，但在这严重的恐慌时期，我们又希望他们承担更多的风险以提供而非收缩信贷。金融系统需要一种“圣·奥古斯丁祈愿”（Saint Augustine’s plea）版本：主啊，赐予我贞洁，但不是现在。

如果说贝尔斯登面临的缓慢煎熬是危机的第一阶段的话，那么紧随其后雷曼进入紧急破产程序导致的恐慌则是第二阶段，而我们现在正步入第三阶段，经济衰退正在加速，更广泛的实体经济和金融系统正互相拖累而坍塌。在芝加哥的那次情况通报会中，我并未提出新的战略，因为我正在和李·赛克斯、梅格·麦克康奈尔，还有百仕通私募股权公司名叫

马特·卡巴克（Matt Kabaker）的天才年轻投资家探讨各式各样的主意。我最想传达给当选总统的是，形势依旧很严峻，我们必须做些非常不受欢迎的事，因为许多不值得救助的公司仍然需要救助。

芝加哥大学经济学家奥斯坦·古尔斯比（Austan Goolsbee）从奥巴马最初进行参议院竞选时就为其提供咨询服务，他概述了我们关于住房问题的思想。这是个非常复杂的问题，影响着在住房问题上挥霍无度，或者在住房问题上不是太幸运的人，我们感到很大的压力，必须展开一些重大的行动。在2008年，已经有300万件房屋丧失抵押赎回权止赎申请案例，而到目前，联邦政府缓解此危机的努力却空有雄心，收效甚微。由国会制订的"房主希望"计划，旨在减少处于困境中家庭的房贷债务，但在美国范围内却仅仅吸引了312个申请人。期货市场显示，房地产价格下跌的路还很漫长，这意味未来还会遭受更多的损失—不只是那些认为房价上涨永不休止的投机者和买了超出自身支付能力的大房子的阔佬，还有那些兢兢业业、辛勤劳动而自身并无过错的房主。

我并不是住房问题专家，但是又一次地，我偏向于做出合理且可行的积极干预措施。我们有一个团队，里面都是在住房问题方面极具才华和经验的前沿人士—包括密歇根大学法律教授迈克尔·巴尔（Michael Barr），他将成为我的财政部长助理之一；麦肯锡的主管黛安娜·法雷尔（Diana Farrell），她将做拉瑞的副手；还有运营纽约地产项目的肖恩·多诺万（Shaun Donovan），他将成为美国住房与城市发展部部长—但是这并不存在简易的解决方案。

我们在所有广为流传的宏伟计划中仔细地寻找通用普适的抵押贷款再融资或者普遍的本金减值方法，但即使有方法在国会表决通过，我们也不认为它们在经济上能公平有效地利用纳税人的资源。太多的援助会进入根本不需要的人的口袋，从经济效益上讲，这并不如其他的刺激措施有力，比如为基础设施项目或者避免教师和现场急救员失业等提供资助。住房问题小组提出了更具有针对性的住房贷款修正方案，即奖励授信机构减少处于风险中的借款人（并非能负担得起贷款或者故意拖欠贷款的借款人）的月还款金额（但非全部本金数额），以帮助它避免一些（而非全部）丧失抵押赎回权止赎申请。我们认为在不良资产救助计划中拿出500亿美元就够了，这是由房利美、房地美和私人部门计算出的数额。

奥尔扎格此时展示了令人痛心的预算形势。税收收入正在枯竭，安

全保障计划如食品救济券和失业保险等自主性支出正在上升，而2009年的赤字已经超过了GDP的9%，这还不包括我们刺激计划的开支。而且长期预算赤字，在很大程度上正被不断攀升的医疗开支所推升，这完全是不可持续的。

我并未参与大多数具体方案的争论，但我大力推行整体预算战略的长期原则—本质上，财政方案要遵循“圣·奥古斯丁祈愿”，即“赐予我贞洁，但不是现在”的思路。我完全赞同凯恩斯主义增加短期赤字以弥补私人需求大幅下滑的必要性，但我们要让市场相信刺激措施是暂时的，一旦危机过去，我们就会调回赤字，我们并非醉酒的水手。我建议制订可靠的中期计划，让赤字下降到GDP 3%的水平，此时经济份额中整体的债务负担会停止攀升。皮特和拉瑞同意我的建议，但在克里斯蒂娜、奥斯坦和副总统拜登的首席经济学家、我们团队中最自由主义的成员贾里德·伯恩斯坦（Jared Bernstein）那里受到了一些阻力。他们担心在奥巴马去华盛顿正式就职之前，就受制于其议事进程。但当选总统站在了我们这一边。奥巴马批评布什总统把昂贵的减税和新增开支置于国家信用之上，他严肃对待着这些改变。

我认为当选总统是务实的、现实的，其领导力也让人感到欣慰。我喜欢他首先关注政策对与否，而后才担心政治影响；他非常求真务实，不论以何种方法达到目标；他非常平静，镇定自若。但在这次会议中，我并未沉醉于奥巴马对世界如此普遍的“是的，我们能做到”的热情，相反我感到疲倦和忧郁。我仿佛总是在会议中泼些冷水，解释为什么这么棒的新观点并不是那么棒，还有我们正驶入的风暴将会如何比我们想象的还要糟糕。

而我也需要处理自己酿成的风暴。

***

11月下旬，我的任令已经泄露了，此后的一天，我接到了莱斯·塞缪尔斯（Les Samuels）的电话，他是鲁宾时期负责税收政策的财政部长助理。他在帮助审查奥巴马过渡团队，他说对我的纳税申报有些疑问。

听起来他并不太担心。我的确犯了一些粗心的错误，但这些是无辜之错；我在11月上旬就把所有问题报告给了竞选审查小组，塞缪尔斯认为审查我的会计人员已经获得了这些材料。自1844年以来，参议院从未

驳回任何一位财政部长提名人，而且在史无前例的金融危机时期，这看起来更是不可想象的。但协调确认奥巴马提名的前参议院职员马克·帕特森（Mark Patterson）后来告诉我说，过渡团队对此表示担心。参议院金融委员会由马克斯·鲍克斯主席和共和党资深成员查克·格拉斯利（Chuck Grassley）领导，并以对纳税记录吹毛求疵而著称；作为监督国税局的财政部部长的提名人，必须进行额外的详细审查。在现代华盛顿的党派斗争领域，不存在无心犯错这样的事情。帕特森甚至向过渡团队的高级官员建议，当选总统应该对调拉瑞和我的工作，这样我就不必面对参议院了。但不幸的是，他被告知马已经出厩了，开弓没有回头箭。

我的主要问题涉及我在国际货币基金组织（IMF）工作时期拖欠的工资税，这个问题我一直以为已经处理好了。IMF的美国雇员有个复杂的税收身份—对待我们像自由职业者一样—在那儿的整个期间我都搞砸了。IMF并未扣除收入税或工资税，雇员也只收到最简单的报税表，里面并未指明我们的薪水是应缴工资税的。我每个季度都支付了收入税，但未缴工资税。在我自己准备好我2001年和2002年度的收入后，我让会计人员准备我2003年和2004年的收入，但他们也从未纠正我的错误。2006年，美国国税局对我进行审查，我支付了17 230美元的逾期税款和利息，但我并不需要支付任何罚金。我所犯的错误是如此普遍，因此国税局在那年年底颁布了IMF雇员的一般性解决方案。

审查人员也注意到，我上交美国国税局的逾期支付款只包含了我2003年和2004年度的收入。国税局并未要我支付2001年和2002年度的，因为诉讼时效已经过了。我只是简单地按照他们的要求支付，并未停下来思考我是否应该支付前些年的，这是我犯的另一个错误。塞缪尔斯认为我应该支付早些年的逾期税款和利息，而不仅仅是合法合规的那些钱，我同意了。我立即修正我的收入，并在我任命宣布的那天，向国税局递交了25 970美元的支票。

12月19日，我的税收问题公之于众之前，我去了趟参议院大楼，回答金融委员会工作人员极其深入的问题。我向他们解释我是怎样犯的错误，我说这是一个愚蠢但诚实的错误。但领头的询问者，也是向委员会汇报详情的国税局管理人员，并不买账。她指出我不可能忽略了工资税问题，唯一可能的解释就是，我是贪婪的，故意想要逃税。我说我的会计师也同样忽略了这个问题。

“你应该控告你的会计师。”参议员格拉斯利的一位助手说。

他听起来充满同情心，但会议的整体论调就是不信任和蔑视。格拉斯利的一位下属说道，欺骗行为是没有诉讼时效的，这也促使帕特森询问他是否会严厉地控告我欺诈，但他只是瞪了我一眼。格拉斯利小组又持续盘问我关于一位有移民身份的巴西女人，她曾每周为我的房子做保洁，并连续做了一年。我们已经确信雇用她的时候，她是持有有效工作许可证的合法居民，而且我们也支付了她工资税中我们应负担的那部分。在她离开我们这儿之前的几个月里，她的工作许可证到期了，格拉斯利小组就拿这点来敲打我。但我们后来证明，她已经申请到了必要的文件，并在此后很短的时间内成为一名美国永久居民。

这是我自己的过错，才让那场审讯成为可能，而且把当选总统拖入如此境地，对此我感到很厌恶。不过很快，国税局发信件通知我，我对2001年和2002年度的税收问题不承担责任，我刚刚主动支付了这些款项，他们还解释说我有权申请退款。但我决定不行使这项特别的权力。

格拉斯利后来对另一位提名人说，我不会通过自己委员会的税收审查。有位共和党的参议员私下就这出恶作剧安慰了我。

“这里没有人能禁得住1/10这样的审查。”他说道。

2009年1月13日，委员会公布了我的税收信息，反应正如我们预料的一样令人不愉快。杰·雷诺（Jay Leno）将我与因税收指控而入狱的演员韦斯利·斯奈普斯（Wesley Snipes）对比，并嘲笑我犯了一个诚实的错误。“因此，即将负责国税局的那个家伙不是一个罪犯，”雷诺讽刺道，“只是不称职罢了。”《纽约时报》一篇相对友好的文章对我的痛苦开篇写道：“如果蒂莫西·F·盖特纳是家银行，他可能被认为是‘太大而不能倒’。”皮尤调查（Pew Poll）发现只有1%的美国人知道我是谁，因此这些报道将会是我向公众的自我介绍。

我会加了参议院金融委员会并进行了道歉和解释，但许多共和党人还是怀疑并嘲弄我。有一个例外是犹他州的奥林·哈奇（Orrin Hatch），他立即对媒体说他信任并支持我。我不知道他为什么在这个关口站出来，但我很感激。另一位共和党人私下告诉我，他个人并不反对我；这只是对民主党反对布什总统提名人的回击。但他告诉我说，如果我真的需要他的投票，他就会支持我，否则他就会反对我，以免看起

来对奥巴马政府太友好，也可以避免吸引潜在的主要对手。

在传统意义上，财政部长会受到相当数量的两党人士支持。这让我很担心，我的公信力已经遭受抨击，而且我即将成为过去和未来财政救助的公共面孔。我觉得每次权衡税收政策时，我都会为《午夜脱口秀》节目带来可以嘲弄的话题。我的动机遭受质疑给我带来了很多伤害。我的女儿爱丽丝，尤其难以接受我近来的声名狼藉；她是如此害怕我受到伤害，以至于对任何轻蔑都感同身受。我的母亲也对我这摊烂事感到痛心不已，而这对卡罗尔来说就是折磨。委员会成员指控她在我们家佣一事上撒谎。这太荒谬了。她对于未能在公众面前保护自己和我而感到愤怒和沮丧。她告诉我说，她真希望那些年能更加谨慎一点来雇用合法的佣人；否则我就不会差点儿被撤销任命。伯南克沉默寡言，就像十几岁的男孩子那样，但我知道这对他来说也很难受。

风暴持续发酵，我去见鲍克斯和格拉斯利并询问我是否能得到他们的支持。“如果我得不到你们的信任，”我说，“我不确定我能否有效地从事这项工作。”鲍克斯虽持批评态度，但还是支持我的。格拉斯利的态度依旧模棱两可。正如帕特森所说，即使并非真正反对我的共和党人，也有政治动机置我于风雨飘摇之地。

“他们在观望，要看看这出戏怎么演。”帕特森说。

几乎在同时，我在过渡政府办公室狭窄的过道里撞见了戴维·阿克塞尔罗德，我暗示说为了保护当选总统，撤销我的任命是合理的。

“阿克塞，我不想成为累赘，”我说，“如果你们做出其他选择，我也没什么意见。”

“不，我们支持你。”他回答道。

我向拉姆提出了相似的建议。他同样不为所动，尽管我相信他和阿克塞尔罗德已经考虑过撤销我的任命是否合理。

“你会好起来的，”拉姆说，“他们只是想捅你几刀给你放放血。”

我尝试着不要在这种狂热中沉沦太深。我记得有一天，拉瑞在经受了他的那份公众争论后，硬着头皮来到我的办公室说，“嘿，你处理得不错嘛。”他说我“表现得相当镇静”，这真是一种不错的拉瑞式置评方法。

但我确信我的时间和精力都在耗竭：和律师、会计师开不完的会议，与同事们角色扮演“委员会法”（Murder Board）的预演听证会，还有一系列和参议员们必须表现得彬彬有礼的电话沟通。我记得在一次尴尬的会议上与参议员邦宁会面，他不断地抨击我们应对危机时的做派像社会主义。我们谈论了篮球—他是位列名人堂的投手—并深入思考了道德风险，但我们都明白，我们无法弥合彼此的分歧。

我也投入了大量的时间招聘人员。在历届政府中最危险的时刻，我进入了世界上最具权威的财政部，但财政部人员的配置却非常薄弱。金融救助最关键的办公室里，只有少量的事务型公务员，而我最初工作的国际部却大约有200人。而且财政部排名前20位的领导职位均需参议院核准。

在早些时候，这些高级职缺很难填补。前克林顿政府的预算主管杰克·卢（Jack Lew）最初很有兴趣成为我的副手，但最后改变了主意，他受国务卿希拉里·克林顿之邀做了她的副手。摩根士丹利高管汤姆·奈兹（Tom Nides）似乎很想来帮助我运营，但他决定待在纽约直到他的公司形势好转。虽然许多人都有兴趣加入政府，但很难找到富有金融经验的合适人选，而且人们现在都对金融部门普遍厌恶。有一半我们认为能够通过参议院核准的候选人，都因为他们的税收问题而在内部审查中被淘汰了，这种挥刀自宫的行径还真是有些讽刺啊。

我确实发现一些有才能的人恰好适合这些职位，而且不需要参议院的审议。帕特森全程指导并帮助我通过了审议过程，他同意担任我的办公室主任。他的大部分职业生涯是民主党参议员，此后又做了几年高盛公司的华盛顿主管，我知道有人会对此质疑，但我不在乎，因为他的确很出众。帕特森为我的财政部招聘口号定了调子：不要浑蛋，不要爱炫耀者，不要爱抱怨者。思想丰富、知识渊博的金融奇才李·赛克斯将成为我所有金融市场问题的顾问，而马特·卡巴克会做他的副手。克林顿第二任期内主管国家经济委员会的政策专家吉恩·斯珀林（Gene Sperling）也同意做我的顾问。吉恩将主导税收和预算方面的事务，并帮助我协调好与华盛顿的政策和政治关系。梅格·麦克康奈尔也会在关键的初期帮助我，但她厌恶华盛顿的政治和官僚主义游戏，因此在几个月后她会回到纽约联储。

由于税收问题，我的审议听证会被推迟了，这意味着新总统开展工作时，缺少一位在职的财政部长帮他应对危机。我觉得我已经让他失望

了。但有天晚上—我已经睡着了—他打电话告诉我要坚持住，争议会烟消云散的。我不知道我做了什么让他对我如此有信心，但他确实在努力提振我的信心。

“我才不在乎这些琐事，”他说，“你是我的人。”

在就职日，奥巴马和拜登去圣·约翰教堂参加早礼拜，随从有内阁成员和其他政府官员。我和卡罗尔观看了魅力牧师T·D·杰克斯（T.D.Jakes）的布道。这是《但以理书》第3章19节的故事，3个希伯来人在拒绝崇拜伪神灵后被投入熊熊燃烧的火炉中。杰克斯将《圣经》之火，与目前新政府面临的经济地狱进行比较；他说这些希伯来人浴火重生，因为他们坚定地站在自己认为正确的立场上。

“你不面对就无法改变，”杰克斯说，“问题很严重，解决方法不简单。无论你如何改变，都会有批评家等在那儿抨击你做出的每个决定……但你不经历炼狱就无法享受光明。”

这是令人鼓舞的启示。我们走向国会山大厦并站在上面向外望去，看到外面数百万的民众聚集在广场上，他们再一次投票，只不过这次是用他们的脚，为了希望而投票。这一切都棒极了，真是激动人心的一天。我和卡罗尔与首席大法官约翰·罗伯茨（John Roberts）坐在一起吃午饭，那天晚上我们甚至去参加了一场就职舞会，因为感觉这样做是水到渠成的事。

但我依然忧心忡忡、沉闷不已。为了这件大事，我的亲戚们已经蜂拥而至华盛顿，希望参加我的就职典礼—我的妹妹也从中国台湾赶来了—但我的税收问题打乱了这些计划。我正被公众的争议所困扰：我是否既贪赃枉法又无力胜任，或者仅仅是无力胜任。尽管大多数时候，我都是在思考金融系统，忧虑于如何阻止危机再次爆发，怎样能让它再次正常运行。

那天的气温在零度以下，但正如卡罗尔后来所说的，这感觉真像我们在落入火坑。

我的参议院审议听证会于次日举行。我不想让我的家人为此受累，也不想让我的孩子们为此逃课，尽管卡罗尔和我父亲都过来支持我。我知道场面将会是很难看的。共和党人认为我不交税反而要征收美国人的税，他们想在此问题上大做文章。而且两党都没有多大热情来讨论我帮

助设计的金融救助方案。参议院勉强同意发放不良资产救助计划第二批款项，即仅有52位参议员投票支持避免另一轮恐慌。曾有34位共和党参议员支持布什政府的原不良资产救助计划，但只有6票支持奥巴马政府扩大此权力。尽管已经发生了历史性的危机，但总统们还是不能和谐共处，在我身上也是如此。

纽约参议员查克·舒默（Chuck Schumer）在听证会上为我陈述。保罗·沃克尔已经同意主持总统的新经济复苏顾问委员会，他也不遗余力地为我做证。但3个半小时的拷问中大部分时间是令人非常郁闷的。亚利桑那州的共和党参议员乔恩·凯尔（Jon Kyl）除了称我为骗子，说我对自己的税收问题毫无察觉是件“不可理喻”的事情，嘲讽我的解释 “难以令人信服”，还尖锐地提醒我要讲真话。

“请你不要躲躲闪闪，直接回答我的问题好吗？”他询问道。

参议员们又提交了289个额外的书面问题，要求我当天晚上就回答出来，以便委员会能够在第二天早上投票。我们的小组成员工作了一整夜。我是在凌晨2点离开的，但帕特森让我早上5点就回来，检查一下答案草稿；当我回来时，我们甚至买不到一杯咖啡，因为咖啡店都还没有营业。

我们的确搞砸了一个回答。几位参议员问我是否会把中国贴上“货币操纵国”的标签，我只模棱两可地回答说，我们鼓励中国让人民币升值。我认为将中国贴上货币操纵国的标签，尤其在我还未被审议完毕前，将是非建设性的，这会冒犯中国并使其不太可能让人民币升值。但在竞选时期，奥巴马就已经把中国描述为“货币操纵国”，所以在早晨的一片混乱中，我的外交托词替代了他的竞选说辞。这样的回答向正在小心翼翼崛起的中国传达了一个挑衅性的意外信号，这使我早期与中国的外交更加复杂化了。我不得不在早期的电话中澄清，我们还未做出任何决策，并希望在未来能努力建立良好的私人外交关系。

我最终与中国建立了良好的关系。这可能得益于我会说一些普通话。我父亲当时在北京的福特基金会工作。我帮忙否决了一项惩罚中国货币操纵的法案，这项法案由参议员舒默提出；我问他是否想称这项法案为“舒默–霍利”（SchumerHawley），因为贸易保护主义色彩浓厚的“斯穆特–霍利”（Smoot-Hawley）关税法案曾使20世纪30年代的经济大萧条加剧。但在幕后，我和总统都毫不留情地施压中国让其货币升

值。随着时间的推移，我们致力于说服中国相信更强势的人民币符合自己的利益，提高了其不断增长的中产阶级的购买力。在奥巴马总统的首任期内，人民币实际升值了16%，中国的贸易顺差减少了一半，这对美国企业和工人来说相当有利。

1月26日，参议院最终投票通过了我的任命，我是最后一位仍未进入过渡政府办公室工作的提名人。精心设计的安保设施已经不见了；安保人员已经开始推倒围墙并扯掉了电话线。卡罗尔和我的父亲在C-SPAN频道观看了我的投票情况，参议院以60：34的投票结果通过了我的任命，这是所有现代财政部长得到的最微弱的票差。我也懒得看这些。我很担心未来并且被审议过程搞得伤痕累累；我比拉姆曾预计的付出得更多，喋血江湖。很明显的是，我将在满目疮痍之下开始我的新工作，周围充满了对我能力和品质的各种质疑，而我需要让国人对此都树立信心。

我们驱车来到财政部历史悠久的现金大厅参加我的就职典礼，这里曾经是银行家和普通民众用美金交易黄金和债券的地方。总统奥巴马、副总统拜登、拉瑞和伯南克都在这儿，还有一帮财政部的办事人员，他们在90年代曾和我一起工作过。我很感激大家的支持，但我真的无法享受这样的时刻。做个华盛顿大官儿并身着华服从来都不是我人生的目标，尽管当我发现我在特勤处的代码叫“剑师”的时候感觉很酷。我希望我能有用，但当每件事情看起来都变得很糟糕时，我很难兴奋起来。

在我的致辞中，我说我们的挑战将是“恢复美国世界经济领导地位的信心”。总统也提到过美国金融市场“信任和信心灾难性的损失”。

“你就是做这份工作的料。”他说。

第二天早晨，我在总统办公室向总统陈述我们必须化解的5枚大炸弹—房利美、房地美、美国国际集团、花旗和美国银行—还有金融系统里更深层次的问题。这次会议上我告诉他事情是多么糟糕，他告诉拉瑞和我，他想扯掉创可贴，他需要一项能快速而明确地结束这场危机的战略。

我们的核心团队开始了这项工作。

在2007年和2008年，我们的干预并未结束这场危机，所以在过渡期的很长时间里，我都试图弄清楚该怎么办。

美联储、财政部、联邦存款保险公司为稳定金融系统已经做了很多。银行和非银行机构的创新信贷和流动性计划，对商业票据和货币基金的支持，央行与发展中国家和发达国家的货币互换，都有助于阻止整体金融系统的崩溃。我们通过金融救助措施帮助一些大公司避免灾难，包括一度处于破产边缘的上述5家公司。我们帮助指导金融系统最薄弱环节的公司—美国国家金融服务公司、贝尔斯登、美林证券、华盛顿互惠银行和美联银行—与更稳定的伙伴合作。哥伦布日的资产注入和联邦存款保险公司的担保缓解了市场恐慌。世界上最强大的政府，现在正以各种形式为负债超过30万亿美元的金融机构和市场提供支持。

但为什么金融系统依然分崩离析了呢？

最明显的催化剂是更为广泛的实体经济的崩溃，消费者和企业对美国和全世界信心的大幅下滑反映了这一点。受房价和股票价格下跌的影响，2008年美国家庭财富缩水了16%，这是1929年经济大萧条时金融冲击下3%财富损失的5倍之多。财富、可支配收入和工作岗位的消失拖累了私人需求，这进一步压低了资产价格，银行在压力下收缩流动性并限制信贷，且反过来吸走经济中更多的金融血液。经济不景气意味着更多贷款违约，意味着银行承担更多的不良贷款抵押证券，意味着更少的信贷和更进一步的经济困境。这种金融和经济收缩的恶性循环正在加速，而没有人知道该如何结束。人们对经济萧条的恐惧，正使经济萧条变得更加容易发生。

12月，失业率已攀升至7.3%，因为企业正在裁员和收缩投资，来为前面更艰难的时刻做准备。继锋利图像公司（Sharper Image）、床上用品零售商Linens’n Things，还有其他熟知的零售商申请破产之后，电器零售商电路城（Circuit City）也申请破产了。制造企业如波音、卡特彼勒和辉瑞宣布大规模裁员。为智能手机和笔记本电脑制造大猩猩玻璃的康宁公司1月份宣布裁员3 500人。后来其CEO告诉我，他觉得企业界反应过度了，出于对未来不确定性的恐惧，裁员太多，且速度太快了。但这真是可怕的时刻，比任何人所领会到的更加糟糕。我们认为每月大约有50万人失去工作，但这个政府最初的估计后来被修正为超过75万人。最初发布的GDP估计，2008年第四季度经济将会下降3.8%，这一数字后来被修正为8.3%。这些数字是经济萧条的征兆。

问题是我们如何扭转这种不利局面。在普通的经济衰退中，放松货币政策以降低借贷成本，是一种相对快速且有效的经济刺激方式。金融

系统是连接美联储和经济体系的桥梁，但现在金融系统崩溃了。在这次史无前例的金融危机之前，是信贷大繁荣时期，因此货币宽松已没有多少效力了。利率实际上已经降到了零，大多数银行已无力也不愿意放贷，企业也不想借贷，消费者也已承担了太多的债务。正如央行人士所说，美联储似乎像玩推绳子游戏一样使不出力气。首轮量化宽松即QE1已经开始，购买政府支持企业（GSE）的抵押贷款债券，以帮助减少损失并提高抵押贷款的可获得性。在短期利率低得不能再低时，这是一种创新型的货币刺激方法。接下来美联储会扩大国债计划，试图更普遍地拉低长期利率。这对仍处于挣扎之中的经济来说是有用的，但仅仅这样还是不够的。

我们需要扩张性的财政政策和货币政策。早在一年前，汉克帮助来自旧金山的自由派民主党议长南希·佩洛西（Nancy Pelosi）和来自俄亥俄州西南部的保守派共和党少数派领袖约翰·博纳（John Boehner）达成一项1 500亿美元的财政刺激计划，这大概占GDP的1%。但这项退税政策单子开得太小了，也已经过去很长时间了。为弥补一年以来经济下滑造成的金融恐慌所带来的衰退和巨大财富损失，我们需要做得更多。奥巴马的财政刺激方案已经从竞选后期的1 700亿美元，增长到12月上旬的5 000多亿美元。当时克里斯蒂娜·罗默把我和拉瑞拉进过渡政府办公处的会议室里说，我们考虑的数额仍然太小。

“这件事情需要更为庞大的计划—至少8 000亿美元。”她说。

我和拉瑞都同意。我们都需要政治体系尽可能地提供更多支持，但是有国会的限制。此时，两年8 000亿美元被认为是超级激进的，这是主要由左翼经济学家组成的387位成员小组在一次公开信中所推荐数额的两倍之多，也超过了经通胀率调整后整个罗斯福新政时期的数额。经济复苏法案中的大部分—安全保障计划支出、工人减税、高速公路和地铁维护、帮助国家避免裁减员工和服务等—看起来像非流动性刺激措施。但我并不担心一些基础设施项目可能还没有“万事俱备”—或者奥巴马议事日程项目上的一些开支，如清洁能源和医疗研究，需要花费时间才能进入经济血液—因为我认为经济体只是需要暂时的支持。我只想立法能够快速通过，让资金能立即流动起来。

但这比想象中更加艰难。每位共和党和民主党的主要总统候选人都在2008年提出了经济刺激计划，但选举一结束，在先前形势还不是那么可怕时，那些高兴地为布什的刺激方案投票的共和党人，现在将奥巴马

的刺激方案看成了党派毒药。总统努力地向他们招手，邀请他们加入白宫，在国会大厦与他们会面，并在刺激计划中满足了他们3 000亿美元的减税要求。但当白宫在1月下旬通过经济复苏法案后，每位共和党人还是投反对票。执政8年，挥霍光了克林顿政府时期的财政盈余，还听他们对着失控的赤字咆哮，他们却无财力阻止经济萧条，这一切都让人看不下去。金融危机时民主党帮助一位即将离任的共和党总统通过了问题资产救助计划，现在他们却阻碍一位民主党新总统经济危机时刻的就业法案，看了真是让人大为光火。我们没有人期待华盛顿政坛的人气，只希望继承旧时代危机的新总统，能够得到共和党的一些支持。共和党对复苏法案条件反射性的反对，意味着我们在前进道路上指望不上共和党的合作。

不管怎样，财政刺激和货币刺激政策并非我的主要职责，经济复苏法案由拉瑞负责。我现在已经离开了美联储，我不再为货币政策担责。在美联储董事会我的离职晚宴上，里士满美联储主席杰弗里·莱克这位最热衷于批评我的自命不凡的鹰派人士做了一个有趣而亲切的演讲，提醒我说在财政部可印不了钞票啦。“这是我们的工作，” 莱克说，“要记住这一点。”

信贷市场是我职责的核心部分，但这个市场却被冻结了。我认为，如果我们能再次将信贷流向信誉良好的借款人，我们就能向整个经济提供最直接的帮助。

美国人民通常可以获得信用卡或以合理的利率借款买车或开办企业，其原因之一就是，贷款方能将贷款打包成“资产支持证券”并把它们卖给投资者。但在雷曼恐慌之后，没有人知道什么是值得投资的，这些资产证券化市场关闭了。投资者不再购买这些贷款，所以贷款方也停止了放贷。汽车贷款和助学贷款的利差迅速上涨了2倍。

2008年11月，美联储宣布了一项新的设计方案：定期资产支持证券贷款便利（TALF），来绕过银行重启资产证券化市场。我们设计的TALF，接受以其为标的作为美联储贷款的抵押品，来创造投资者对高质量资产支持证券的需求。这里面还有层曲折：财政部从不良资产救助计划中拿出200亿美元来承担这些证券的损失，美联储则利用这笔资本派生出2 000亿美元的货币，以帮助投资者购买它们。这种杠杆造成了许多问题，但现在我们能够利用它的力量，使不良资产救助计划的资金产生更为深远的影响。

我在财政部工作了两个月后，美联储还在琢磨如何设计TALF。我的团队建议将其规模扩大到1万亿美元，即使它还没有开始。TALF将证券化的资产拓展到各种类型的消费和商业贷款：设备贷款、小企业贷款、商业抵押贷款，可能还有住宅抵押贷款、汽车贷款、助学贷款和信用卡贷款等。伯南克同意了。

TALF或许未得到多少媒体关注，但重振对于美国梦来说至关重要但却停滞不前的信贷市场将是非常有效的。雷曼破产后消失的汽车贷款、助学贷款和其他消费贷款的证券化市场，在TALF颁布后立即反弹了。这可能是我们战略中最没争议的一点，因为它并未涉及银行。

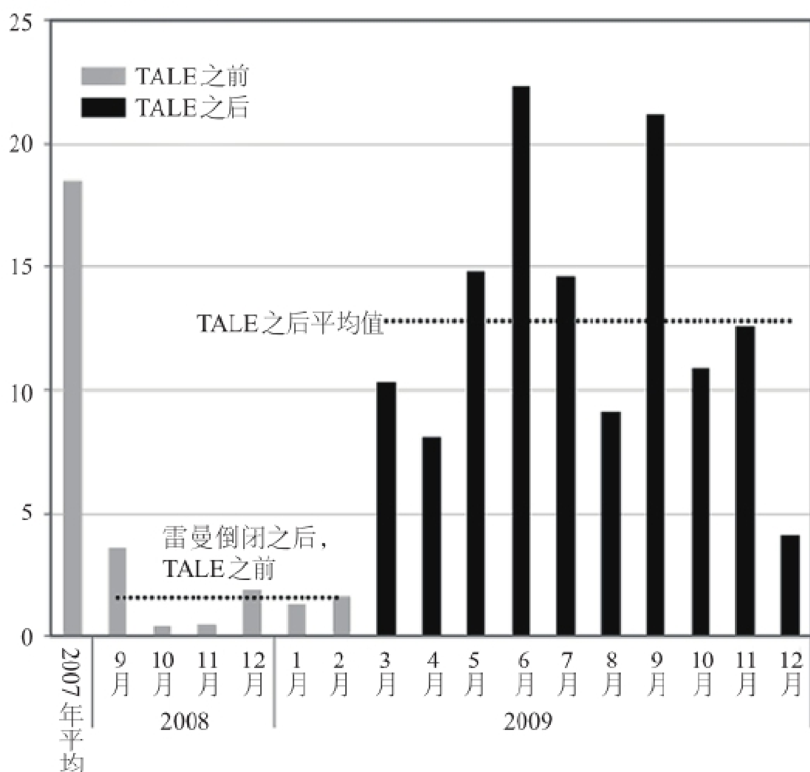
但我们仍需解决如何处理银行的问题。

***

经济萎缩并非金融系统不稳定的唯一原因。

2008年临时性的、不一致的危机应对措施—大部分但并非全部是由于不良资产救助计划之前美联储和财政部权力的限制—增加了普遍的不确定性：什么依然处于风险之中，我们下一步该如何去做。即使在我们能够行使权力的地方，也未建立起清晰的游戏规则。投资者不仅不确定该如何评估金融危机和经济崩溃下金融机构的健康程度，也不确定美国政府会如何处理这些开始坠入深渊的金融机构。银行股东不知道他们是否会面临大量的股权稀释，也不清楚政府的国有化措施是否会将他们扫地出门。债权人依旧担心雷曼式的违约和华盛顿互惠银行式的资产减值。我们并未完全致力于消除灾难性的系统风险，而且必须经常调整我们的方法，所以不管怎样，我们的承诺都不一定令人信服。普遍的感觉是，美国政府或许没有下定决心，或者甚至没有能力，去做些必须要做的事情来结束这场危机。

TALF重振消费信贷市场
消费贷款支持证券发行量



在雷曼破产市场停滞之前的2007年，可打包成证券的汽车贷款、信用卡和其他消费信贷市场（不包括抵押贷款），其发行量平均每月接近200亿美元。美联储-财政部TALF计划让资产证券化市场重现生机。2009年3月TALF颁布后，其发行量平均每月大约130亿美元。
资料来源：美国财政部

在哥伦布日我们的干预起了作用，但并不是太有力。通过限制商业银行和银行控股公司（不包括非银行机构）抵押给新的（但非现存的）高级债权人，联邦存款保险公司使债权人远离保护圈外的债务风险敞口，以避免遭受更严重的损失。最初的不良资产救助计划注资，其权益优先于普通股，因此市场人士认为，这对银行来说更像是额外的中期债务，而非永久承担损失的资本。金融系统的资本—遭受严重损失时的破产防御—仍看起来不够充足。这是个问题，因为各大银行账上仍有巨额不良资产，我们仍然面临巨额损失。花旗银行宣布第四季度亏损80亿美元，由于持有美林证券不断恶化的抵押贷款投资组合，美国银行遭受了更大的损失。

资产缺乏流动性，是不确定性的另一个主要原因。在平静的市场中，理性的经济人可能会不认同它们的真实价值，而只关心它们是值90

美分还是75美分。但在目前的市场上，它们的价值极大地受损了，通常不超过50美分，因为几乎没有人会买它们。银行的资产负债表是不透明的，在这脆弱和动荡的时刻，投资者和债权人倾向于认定这些资产和机构处于最糟糕的情况。想象一下，你明天要出售房屋，但在这个市场上没有人能获得按揭，你就不得不以它潜在价值的很小一部分卖掉它。在我美联储的送别晚宴上，杰弗里·　莱克曾嘲笑说，我的同事考虑送我一份Maiden　Lane资产当作离别礼物，因为它可能不会超过美联储25美元的礼物价格上限。此刻，这些资产价格损失惨重，倒让这个笑话很有趣。

市场曾经很欢迎不良资产救助计划，但现在它不再认为这个计划足够强大，以至于能够填满整个系统的资本窟窿。总统曾承诺使用至少500亿美元来解决住房危机，所以现在我们只剩下大约3 000亿美元来修复金融系统。幸运的是，我们不再需要不良资产救助计划的资金来为房利美和房地美调整资本，因为汉克拥有向它们注资的单独权限，而且这实际上是无限制的；否则，在它们耗尽我们剩余资金的大部分之前，就已经失血太多了。但是金融系统的其他部分也在失血。我纽约联储的前同事曾私下估算，单单银行部门，在“压力情景”下仍然面临8 360亿美元的额外损失，在“极限压力情景”下则高达12　460亿美元。这还不包括非银行机构，如美国国际集团、通用汽车金融服务公司和通用电气资本公司。这当然也不包含通用汽车或克莱斯勒，它们也需要依靠不良资产救助计划存活。

总体上，美联储估计在压力情景下，银行需要多达2　900亿美元的额外资本，在极度压力情景下则需要6　800亿美元，其中的80%给最大的15家银行。这超出了不良资产救助计划的处理能力。由于金融救助已经变成政治死结，国会也成为不确定性的又一因素，如果不良资产救助计划资金用尽了，将不会提供更多的资金。因此不管怎样，我们需要在剩余资金之外获得更多的力量。

***

我们操作方法的假设是，我们需要一种“资本附加”战略：资本附加某种形式的资产购买或损失分担措施，来承担银行的一些额外风险。金融界和一些民粹主义圈子最支持的观点就是，通过创建政府“坏账银行”购买真实银行缺乏流动性的资产，来重启原始的不良资产救助计划。

普遍的理念认为，我们需要清理它们资产负债表上的有毒垃圾，“净化它们的账簿”，以便它们能够再次放贷，这种信念常带有热情的道德色彩。

希拉·贝尔是最积极拥护坏账银行的政府官员。我纽约联储的前同事也在推动一项被称为“围栏”的相关提案，即通过为一些不良资产提供政府担保，来减少银行面临的风险，这是花旗和美国银行第二轮救助计划的变体。

我渴求一致性的解决方案，但我不确信坏账银行或围栏提案能起实际作用，而拉瑞通常毫不留情地指出它们的缺点。超过1万亿美元的有毒资产仍然锁定在银行系统，购买或为之担保的花费可能远远超出不良资产救助计划所剩余的资金。处置贝尔斯登资产池时我痛苦的谈判经历—以及在保尔森的财政部资产购买问题内部讨论会上我的见闻—都使我怀疑政府购买或保护银行不良资产的努力，尽管这些银行仍有机会存活。没有人能很好地回答如何决定购买或担保哪些资产，我们支付的价格是多少，以及如何避免甚至连银行清洁工都比我们更清楚其资产详情的问题。汉克曾邀请证券拍卖领域顶尖的专家，试图解决价格下滑期遇到的那些问题，但最终放弃了这种难以实行的努力—如果说谁更有动机使资产购买变得可行，那非财政部长莫属，他曾承诺使用不良资产救助计划的资金购买问题资产。

最终，由政府为市场都不会碰的资产定价似乎是无法逾越的难题。如果我们定价过高，即使有不良资产救助计划我们也吃不消，这只会为银行的炎症提供巨大的政治补贴，而无法消除它们账上的不良资产和它们未来的不确定性。我们可能会深陷于这些最糟糕的资产，将纳税人置于潜在的严重损失之中。但如果我们为了节约不良资产救助计划的资金而定价太低，银行就会拒绝卖出，除非我们以某种形式强迫它们卖出，这种情况下它们自己就会承担惨重的损失。这将扩大资本短缺，最终需要更多的不良资产救助计划资金。不管我们如何为资产定价，其过程都将是长期和充满争议的，在落实之前就会产生更多的不确定性和运行风险。

在我思考定价问题时，我想起2008年秋天沃伦·巴菲特提出的建议，当时我们在决定不良资产救助计划首批款项的用途。巴菲特写了封信给汉克，建议财政部与私人资产管理公司合作创立投资基金，让私人基金管理者决定买什么，以解决资产定价问题。银行想卖的资产会有新的需求来源，而且也不必被迫甩卖而承担破坏性的损失。私人基金管理者也

不会为这些资产支付太多，因为有不良资产救助计划的资金和他们自己的资金一起承担风险。

我重读了巴菲特的信，认为此观点是合理的。我也觉得这可能会缓和金融市场的需求疲软态势，并平息政府为购买流动性不足资产所做努力的政治斗争。这种仅限于自愿购买资产的方案，虽然避免了坏账银行的资产定价问题，但必然将会是一项温和的方案，这只是努力削减不良资产而非净化每家银行的账簿。它是复杂和难以设计的，这也是为什么在价格下跌的恐慌时期汉克没有采纳的原因。

在过渡期，我的团队开始将巴菲特的理念转换成“公私合营投资计划”。最终设计出了一种精巧且可行的架构，缩写为“PPIP”，这也带来了另一场糟糕的危机。但我们明白，我们仍需要一项更加全面的计划来稳定金融系统。

在圣诞节期间，我逃到墨西哥度过另一个家庭假期，当然我仍然被电话骚扰着。一次日落黄昏时，我在海滩上打电话给拉瑞，提出部署不良资产救助计划的新观点。我认为这个新方法能调整银行资本，重建信心并再次让金融系统具有投资价值。最初我将此计划描述为“估值练习”。

我们后来称之为压力测试。

这项计划的目的在于，将不透明的金融机构及其资产透明化，以此来减少引起恐慌的不确定性。它将会帮助市场区分暂时缺乏流动性的健康银行和本质上已经破产的不良银行。它将会动员私人资本和公共资本帮助稳固强壮或虚弱的银行。压力测试最终还有许多我当时未能预见的其他优点，卡巴克后来称它为“不断给予的礼物”。

这项计划有两部分。首先，美联储会设计并执行一项大型金融机构统一测试，分析每家机构面临大萧条时期那样的经济衰退时，所面临的损失规模。数年来，银行都是基于它们自己所选的美好情景进行特别的压力测试；在美联储，我推行的测试更加严格和不那么乐观，但没多少银行理睬我。不过现在，银行就必须证明它们有足够的资本得以在真正最糟糕的情景下生存，而且损失估计是由独立的美联储来确定的。

想到压力测试可能暴露出来的问题令人不安，但没有消息能比坏消息更加不稳定。在面对危机时，缺乏信息的投资者和贷款方，会倾向于

假设最糟糕的情形并选择逃离。当然，坏消息也可能使他们逃离，如果坏消息比人们预期得更糟糕的话。压力测试确实有可能会暴露出难以控制的损失，但我们已经准备好面对这种担忧了，因为这似乎能更好地消除不确定性。

我的确认为有可能消息会比人们预期的更好，对破产的普遍担心也会证明是反应过度。不像坏账银行，压力测试是向前看的，它会分析未来的收入和未来的损失。每家公司潜在的损失都会根据资产长期的内在价值，而非缺乏买家的市场上当前的甩卖价值进行估算，尽管这并不那么完美。银行必须持有资本，以预防它们计划持有到期的资产所承担的损失—可能是非常严重的损失，因为经济萧条会导致抵押贷款和其他贷款大肆违约。但在恐慌期银行以低价甩卖资产所承担的损失—可能是灾难性的损失，是持有资本也无法预防的，因为很少有投资者有可用的现金来购买资产，也没有人知道这些资产价值几何。

其次，这项计划的第二部分会提供资本。压力测试将会提供信息，也有望给人带来信心。

美联储将会确定每家银行需要多少缓冲资本，才能经受住灾难性的衰退，并给予每家公司私人筹集资金的机会。但如果银行自己没能筹集足够的资本，那么财政部将会注入额外的资本来填补缺口。不论何种情况下，原股东都将会被稀释—他们将拥有公司更小的份额—并且问题越大的公司将面临越严重的稀释。根据政府股份占比大小，公司管理层有可能被取代。实际上，一些银行最终可能会被国有化，即政府持有多数份额。但这将是最后的解决方案，而非优先方案。公司资本缺口规模和私人投资者填补缺口的意愿，决定着财政部投资规模和国有化的程度。最终，我认为清楚地表明我们将银行资本调整至能够经受住萧条式损失的水平，就能降低萧条的可能性。

在12月份的那次通话中，拉瑞理所当然地满腹狐疑，依然提出了各种问题。压力测试如何运作？美联储的损失测算为什么可信？我们不良资产救助计划剩下的钱不够填补缺口该怎么办？我当然也没有这些问题的全部答案。在接下来的数周里我们继续讨论这个问题时，拉瑞担心市场会将压力测试看作虚假的花絮，试图拖延破产的银行算总账的日子，是一种逃避结束危机所需更大胆选择的试探性方案。

有时候很难说拉瑞是否太钻牛角尖了，因为他提的问题很真实，或

者仅仅因为这是一位世界级的大师在探究问题。但在目前形势下，他最初的不适反映了我们之间真正的差异，接下来的数月中我们继续争论，并对银行系统的问题到底有多严重存在分歧。我对银行所面临的情形就够悲观的了，但与拉瑞相比，我看起来更乐观些。他认为银行系统腐烂得更深。

拉瑞认为评估各类金融机构的资本短缺情况，唯一可行的方法就是以接近目前市场的价格来估算它们的资产。照这样的算法，在自大萧条以来最严重的流动性缺乏和市场恐慌时期，几乎所有的大金融机构都破产了。因此，拉瑞担心压力测试会被视为一种粉饰，一种支撑僵尸般银行的手段。我觉得拉瑞关注银行系统抵押贷款证券和其他缺乏流动资产的现时价格是误入歧途了，因为这些资产价格在金融危机时被人为地压低了。而似乎可信的是，资产最终会比恐慌时期所取得的价值明显更大，许多大银行最终也不会破产。我美联储的大多数前同事和我财政部的新团队都认为，银行很明显需要更多资本，但也并非回天乏术。我认为压力测试将会证明这一点，同时也能揭示各家银行到底需要多少资本。

拉瑞曾在D·E·肖氏（D.E.Shaw）对冲基金兼职，因此我开始有点不客气地将他的立场描述为“对冲基金视角”。对冲基金经理们倾向于认为银行是愚蠢笨拙的巨人，这也不一定是错的。但不能因为对冲基金每日“盯市”并更新账簿以反映现时资产价格，就想当然地认为银行也应该做同样的事，这是没多大道理的。银行有更稳定的资金来源和不同的会计准则。它们被允许以持有到期准则来计量某些资产价值，因为它们确实持有到期；这些资产价值将由借款人的偿还能力来决定，而非市场上每日的价格变动。从历史上来看，传统的银行会计准则经常被滥用以掩盖损失，但在金融危机时突然让它们改变准则并承担巨额损失，无疑会逼迫它们大甩卖，这会要了它们的命。

一些投资者包括很多对冲基金，对迫使银行出售不良资产很感兴趣，因为这样他们就能低价接手这些资产。但这并非拉瑞的利益，他只是觉得对冲基金的市场观点比我的更具吸引力。他也没有提出其他的解决方案，这不是他的风格。但他却不断质疑解决银行系统资本不足的压力测试方法，他觉得这仅仅是推迟了不可避免的痛苦。

我不能确定地说拉瑞错了，我的观点就是：咱们走着瞧。如果拉瑞是对的，银行系统彻底崩溃了，那么压力测试将会暴露巨大的资金缺

口，银行也未能筹集到私人资本，而政府将会承担本来就是金融系统自己需要做的资本调整。但如果拉瑞的观点真对了，不论我们做什么，在那种情况下我们都注定完蛋。另一方面，如果拉瑞错了，大多数大银行是稳固的，那么压力测试结果将会聚集私人资本填补缺口，以帮助稳固银行系统；我们也会避免让纳税人承担巨量的不必要风险，并更快速地稳固金融系统。在不确定的情形下，披露更多的信息看起来是合理的。无论我们做什么，风险都会存在，但我认为压力测试将会减少风险。

拉瑞没帮上什么忙，却只顾着和我争论每个问题的各个方面，并向我举了一个简单的例子。他说如果你的腿受伤了要去医院，你当然不会首先选择截肢。可能当时话已说尽，别无他法了，最后还是失去了你的腿，但你仍希望医生首先试试别的选择。

但我不认为我们准备截肢了。

在我任财政部长的第3天，也就是1月29日，我被安排与总统奥巴马首次单独会面。当我正要走进总统办公室时，一位负责我们沟通策略的民主党老手斯蒂芬妮·库特尔（Stephanie Cutter）告诉我，在白宫新闻发布会上将有一个拍照环节。我跟总统先生将就高管报酬问题进行简短讲话，以此回应一份报告的说法：尽管2008年华尔街公司遭受了创纪录的损失，但政府仍向高管们支付了巨额报酬。

“这是您接下来的演讲稿。”库特尔说道。

她将稿件递给我，我强忍住我想要表达的愤怒。因为我并不是一个愤怒的民粹主义者，这样的诡计我认为是荒唐可笑的。

“我不会这样做。”我回答道。

取而代之的是，总统先生表达了极大的愤慨，我坐在他旁边感觉很不自在。

美国人对救助获得高额报酬的银行家感到很愤怒，白宫的政客也想让我们展现出我们与公众的反应是一致的。阿克塞尔罗德以及新闻秘书罗伯特·吉布斯（Robert Gibbs）强烈要求开诚布公。我明白这些，政治噱头也很重要。在我任职财政部长的第一天，我们就对花旗集团施压，让他们取消一项购买一架新公务飞机的盲目计划；《纽约邮报》头条也报道了“可耻的飞机购买行为”。一个星期以后，我和奥巴马宣布了一项

针对获得问题资产救助计划援助公司的高管薪酬改革方案，该方案由吉恩·斯珀林所带领的财政部小组设计。这套改革方案足以激怒华尔街，但是远不至于平息公众的愤怒。

这也是让我感觉不舒服的地方。公众的愤怒是可以理解的，总统先生也表示认同，但是我无法知道我们怎样做才能平息公众的愤怒。我们没有权力去没收在繁荣时期已经发放的巨额奖金，也没有权力去限定私人公司的奖金金额。虽然我们有权力去干预接受问题资产救助计划救助的公司的高管薪酬，但是我们没法将其降低到公众可接受的水平，因为这将导致这些银行高级管理人才的流失，从而进一步增加银行经营的不确定性。不管怎么说，我认为公众对于这个问题上的愤怒是难以平息的。我担心我们越强硬地谴责高管报酬问题，我们就越会使得公众产生不切实际的预期，以为我们有能力铲除金融行业的奢华行为。

我认为，我们平息公众愤怒最好的办法是尽我们所能尽快结束这场危机，修复其造成的破坏，并尽快恢复经济活力，让更多的人重新就业。这也是我们最主要的责任，也是给这场金融危机的受害者最好的回答。我当然也希望能够将国民的愤怒转移到对金融系统的长期综合改革上，还有总统为更多美国人创造公平机会的其他努力举措上。但是，话说到这里，我们的当务之急是修复银行体系，而不是过多地责难它。

2月上旬，我们财政部的小组与美联储密切合作，设计出了包含3部分金融战略计划的大致轮廓：压力测试后资本注入以稳定最大的几家银行、公私合营投资基金购买问题资产，以及扩大TALF范围来复苏信贷市场。同时，我们需要许下一个更加可信的承诺，即不能再让系统重要性公司出现大规模坏账问题，不能再损害高级债券持有者的利益。换句话说，不能让雷曼兄弟倒闭事件重演。我们也需要重启我们新的住房计划，这也许能够降低对金融危机受害者的影响，尽管我们知道我们不可能阻止数以百万计的房屋被强制拍卖。

我们与拉瑞、联邦存款保险公司、美联储以及其他监管机构进行了几个小时的商讨，以求就该计划达成一致意见。会谈中，我说我希望与会的各方都能达成共识以增加该计划的可信度，同时减少该计划执行过程中的争议风险。我不希望再遇到类似阿富汗问题的困境，被管理层之间的派别斗争贻误战机。我对他们说我希望大家同意该计划并签上名字，然后将我们汇聚力量解决这场危机的决心展示给世人。

但是让政府内部接受我们的计划也颇费周折。因为该计划对银行来说似乎过于慷慨，并且在银行看来，好像我们不购买它们的资产是不行的。许多反对者也仅仅表示关切，但又没有其他办法，这同一年半前在我们的内部讨论会上出现的现象一样。我经常提醒它们：有计划总好于没有计划。

希拉也曾提出过一个计划，由政府成立一个坏账银行，即所谓的“整合银行”，来购买金融机构的有毒资产。该计划同其他购买计划一样面临定价问题。如果定价过高，它就好比赠予银行的一份厚礼，而又使纳税人面临太多的风险。如果定价太苛刻，则会使银行雪上加霜。不管怎么样，要想其付诸实践，都需颇费周折。我和拉瑞都认为其很难实施，后来，美联储也否决了该计划。但是，希拉在采访中对她的计划愈加慷慨陈词。她的助手透露很可能会在报纸的头条出现比如“奥巴马团队考虑设立新的‘坏账银行’”以及“‘坏账银行’重新提振信贷市场”这样的文章。

市场人士欢迎这样的文章，因为政府运作的坏账银行可能有助于华尔街将其垃圾资产以优惠的价格抛给政府。在媒体对坏账银行的大肆渲染下，1月末金融股票出现了连续两天的大涨，涨幅达到了两位数。我的团队需要为我们的实际计划做好市场方面的准备，但是我告诉他们我不想以同样的方式对付这种故意泄露方案的行为。我的同事是如此恼怒，并通过善意的提醒告知希拉的助手他们传播了错误的信息，请他们研究一下能否制止谣传。结果也确实奏效了。

似乎每一个人都对我们的策略感到焦虑。在2月5日的备忘录中，我也向总统先生告诫过我们的计划存在的实际风险。因为在压力测试结束之前，还存在着一段很长的不确定时期，在这段时间里，潜在的股权稀释以及国有化担忧可能再次将金融机构推入深渊。我们认为，我们急需一大笔钱，然而对资源和权力的长期政治斗争也将令全球担忧。我们处在一片未知领域，一片没有得到学术界以及专家们认可的领域。我们也预期到，不管我们怎么做，都可能饱受争议。但是那5枚金融炸弹，以及其他有问题的金融机构必须立刻得到援助。“可能在这个计划效果显现之前，它们已经变得更加脆弱了。”

这份备忘录并不是一个决策备忘录，并不存在需要总统决定同意或者不同意的事项。它仅仅是作为一个信息记录，让总统知道我们正在做什么，让总统感知到我们决策的艰难，如果他有不同的想法，允许他提出反对意见。最后，总统先生并没有反对我们的计划，还提了一些比较

关键的问题，他与我的同事毫无保留地讨论并接受了我们的建议。但是，总统就是总统，你不能把他当成金融专家。他需要依赖我们找出问题的解决方法，也给予了我们足够的支持与尊重。

毕竟，总统先生有很多事务需要处理：他是总司令，要指挥伊拉克战争和阿富汗战争；他又需要管理一个庞大的政府机构；他委任的医疗改革大臣汤姆·达施勒（Tom Daschle）因税务问题刚被撤职（我知道自己的税收问题放大了公众对达施勒的关注，这是我履职早期令我内疚的另一件事情）。白宫还在就经济复苏法案进行谈判；一月份实体经济中失业人数达到了6万（后来修正为8万），失业率也上升至7.8%等。这些事情都需要他去处理。

奥巴马总统也正步入不眠之夜。这是自“二战”结束国防部门关闭战时工厂以来，美国连续3个月经历的最严重的失业问题。令我们觉得稍微舒心的是，共和党的3位议员也同意支持这个刺激计划，这说明我们大多数人都为阻止经济快速下跌而努力。当然，为争取共和党的赞同票所必须做的妥协，与保持民主党执政地位之间的矛盾，已经预示着奥巴马总统的艰难处境。最终，共和党的3位议员以及一小部分民主党议员，同意将刺激规模限定在8 000亿美元，这还包括了700亿美元的可替代性最低税。没有人想将这700亿美元的可替代性最低税包含在刺激规模之中，因为它不会对经济产生刺激作用。但是，奥巴马总统需要该项税收法案，因此他将尽力接受这些条款。我们没有太多的时间来谈判，我们想要该刺激计划能立即实施。

无论如何，一旦刺激计划开始实施，我们就只能在这次金融动荡中勇往直前，破釜沉舟。最后我们终于达成共识，尽管有些耽搁，我们决定2月10日在我的重大演说中披露该项计划。

“但是，我们还没有详尽的实施方案。”梅格抗议说。

她说得很对，针对该计划我们还没有具体的实施细节，但是我们需要尽可能快地向市场展示出我们的策略框架，因为市场信息真空以及持续的投机对市场的破坏性是巨大的。我不想市场被那些时而兴起的谣言所误导，而且我认为定下最后的时限也有助于我们解决内部的分歧。

演讲前的准备环节相当令人紧张，各方都有所期待，白宫的官员想要强调我们会严控华尔街并会节约纳税人的钱来使公众安心，而我财政

部的同行则想强调我们正在为阻止越来越多的银行免于破产而努力来让市场安心。果然不出所料，我的演讲令人震惊。我记得拉瑞很快就来到我的新办公室查看先前的底稿文件。我的办公室里有着20英尺长的华丽天花板，壁炉中间有张亚历山大·汉密尔顿的肖像画。他走过去紧盯着这幅画像，好像它不应该挂在我办公室里。顺便说一下，这是他以前的办公室，他不愿意提及。

“尽管我无法告诉你该怎么做，但我绝不会发表这样的演说！”他说道。可是我觉得先前的草案和最终的草案并没有什么不同。

在我演讲的前一个晚上，我的团队仍然在和联邦存款保险公司、美联储、美国货币监理署、美国储蓄管理局就达成支持意见的联合声明进行谈判，又与白宫就新闻媒体的宣传稿件进行讨论。可是我们仍然没有就该联合声明的具体条款达成一致，直到我开始演讲，市场充满相关报道并做出反应后，联合声明终于确定下来，所以也用不着我去新闻发布会做过多的评论了。

也是在我演讲的前一夜，我的团队花了大半夜的时间在财政部二楼拐角处的办公室里就我们的计划进行了一遍又一遍的讨论。讨论过程中，李在试图让我的资本计划更名为“金融稳定信托计划”（这个名称普通大众听起来不错，但是市场参与者却可能会感到疑惑）时，冲着吉恩大声叫嚷；梅格蜷缩在电脑前，对一些过于民粹主义的修辞部分进行修改；吉恩和李徘徊在梅格后面，互相争论着哪些东西不能删除，需要还原。

“你们这些家伙好像是串通好了，”梅格嘲笑道，“你们为什么不来修改呢？”

梅格发现她从财政部的自动售卖机处买来的草莓馅小圆饼不见了，她瞪着吉恩看了又看，吉恩耸了耸肩，承认是他吃了，并答应给她买一个一模一样的，其语调中充满无辜和并非故意叨扰的意味，尽管此时梅格已经非常疲倦和饥饿。

“什么时候呢，吉恩?你什么时候去给我买个新的呢？”梅格要求道。

我曾有一种很坏的预感，担心这次演讲可能会很糟糕（前纽约联储主席、亿万富翁皮特·彼得森后来问我，如果总统先生故意让你做替罪羊，你怎么办呢。当然，总统先生不会这样做）。我曾被要求就此次演

讲怎样使用措辞进行排练，我后来都推掉了，最后我只在演讲前的那个晚上重复了几遍演讲稿。同样，演讲结束后，我也没有时间准备国家电视台的露面会。鲁宾过去在新闻披露会上的每一分钟都需要花60分钟来准备，而我在职业生涯的第一次电视采访中却没有一分钟的准备时间。

我知道，我现在的任何言辞都可能对市场造成重大影响。当我还是一个年轻的公务员时，我曾在办公室抽屉里存放了一份《纽约时报》头条关于日式设计中简约主义风格的报道，用来提醒我永远不要讲太多话。我当然也知道，我对世界说的第一句话就有可能树立或者重创市场信心。“我们的谈论可以无足轻重，也有可能非常宝贵”，我经常这样告诫我的团队。也就是说，比如保证金融系统安全这样令人信服的承诺，将有助于增强投资者与放贷者的信心，其效果更好于实际的资金援助，而过于悲观的评论，诸如国有化危害这样的问题，则有可能立即加剧市场动荡。

我刚当上财政部长的时候，经常对我的新下属说，制定正确的决策只是完成了整个任务的10%，而且我们最好尽早制定决策，以方便我们完成接下来90%的任务，比如就关键事项进行谈判、形成基本框架、找出执行的方法等。但是，这次我花费很多时间在金融系统稳定策略的设计上，却几乎没有时间来追问并正确地解释它。我也没有时间去剧院，尽管我自己以前也从来没有去过。我并不认为我已经从一位默默无闻的官员变成了一位社会名人。在我演讲前的一个周末，我曾告诉马克·帕特森，我非常高兴自己现在走在公共场合依旧没有人能够认出我。

“这种状况不会持续太久的。” 帕特森说道。

正如我在本书的引言中提到的那样，我的演讲很糟糕。

巴克莱资本的美国首席经济学家称我的演讲令人震惊，令人愤怒。马丁·沃尔夫（Martin Wolf） 在《金融时报》专栏中如此评论我们的计划：“过去一年半失败干预的又一个翻版，过于乐观而又举棋不定。”大家普遍认为我不恰当的演讲、缺乏细节的计划进一步加剧了金融市场的不确定性。保守主义专栏作家吉米·派索柯吉斯（Jim Pethokoukis） 对我的评论是，“为了制订计划而制订计划”，并在社论中仅给出一个词“哎哟”。

吃惊是可以理解的。我公布的这个计划过于新颖、复杂，在以前的

金融危机中没有先例，难以进行预测以及彻底明白它们是怎么运作的。就连诺贝尔经济学奖得主、《纽约时报》著名的专栏作家保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）也不知道我们到底打算怎么做。他写道，“基于目前的信息，我真的也看不明白。”克鲁格曼的评论也是最没有敌意的，他认为我们可能会像特洛伊木马一样将正确的决策偷偷装运过来并很好地实施。大多数评论员理直气壮地认为，我的首次公开登场是一次彻头彻尾的失败，并开始猜测我这个财政部长到底能干多久。

“盖特纳先生……自己都不知道他在做什么，不过很快，大家都会有答案的。”对冲基金投资家吉姆·罗杰斯（Jim Rogers）在彭博财经频道的节目中带有嘲讽地评论道。

这次演讲附带了很多承诺，但我们并没有对其做出更多的解释。我提到我们需要为投资市场和信贷市场各募资大概1万亿美元，但确切的数字将取决于每个市场的具体规模。我尝试着向他们明确地描绘“雷曼事件不会再发生”，我讲道：“我相信美国必须释放出一个清晰而一致的信号，也就是我们必须采取行动阻止金融机构突然崩塌的情况出现，它们的倒闭会重创我们的经济。”但是这些新的承诺使公众以为我们将要继续向华尔街撒钱，而我们计划中致力于消除公众对救助计划的愤怒的内容（比如保证操作的透明度以及对接受问题资产救助计划的公司施加压力）似乎又打击了投资者。对于缺乏细节的救助计划，大家都觉得很糟糕，好像我自己就是有毒资产一样。

在财政部长的第一次演说过程中，股票还继续往下跌，这并不是一个好的迹象。但是与我的演说内容一样糟糕的是，市场的反应更多与市场预期相关：在我的演说之前，市场就猜测我们可能会设立一个坏账银行来高价收购问题资产。公众表现得很愤怒并认为我们在庇护银行，而投资者却表示很失望，认为该救助计划的力度太小了。

民主党正主政白宫，市场也担忧此次压力测试会是银行国有化的一个前奏，即使我们反复强调这并不是我们的目的。事实上，我们想要通过压力测试来阻止不必要的国有化。但在压力测试结束并能够看到事态到底有多坏前，我们也不确定是否必须接管倒闭的金融机构，这也是接下来几个月中不确定性的一个可怕来源。

那个晚上，安慰的便笺接踵而至。我向我的团队表示歉意，没有准备充分就向公众进行了披露，是我使大家陷入了如此窘迫的情势中。我

警告说，在接下来的几个月里我们可能会更艰难，因为批评者巴不得粉碎我们的计划，而我们也没有足够的信息告诉他们：我们要坚持下去，并且要相信我们，将来肯定比你预期的要好。而我们要做的仅仅是继续完善我们的计划。

“我们要摆脱困境的唯一途径就是做出正确的实施细节，并保证顺利实行，”我说，“这就是我们的计划，我们知道它是一个好计划，我们必须将它展示出来。”

我要使我们的工作有节奏地进行。我说我们应该每周更新我们的工作细节，或者在我们将这些细节确定下来后就及时公布，逐步地树立威信以减少不确定性。

“整个世界都需要看到我们在继续前进，直到我们能够掌控形势。”我说。

形势仍然处于失控状态，市场下跌还在继续，新闻媒体也时不时向市场搅浑水。演讲两天后，我去罗马参加了七国峰会。与我同行的财政部长们看起来很高兴见到我，但又表现出对我计划的担忧，有几位财政部长是我在担任拉瑞助手时就认识的。他们也不能理解我的计划。

全世界都在依赖于我们的计划来阻止经济灾难，但又没有人觉得它会有效果，这种压力可想而知。我记得在我演讲后的那个早上，在总统办公室，当总统问到事态到底怎么样了时，我的同事都一致将身体转向我，这些身体语言暗示着：不要问我，问蒂姆。实际上大家都指向了我。我所能做的就是埋头，专注工作。我开始把莉迪娅阿姨送给我的一个佛教护身符放在钱包里带在身上，同时还有一个一神论关于真理的圣灵的祷文，念诵它能使我在狂躁不安的时候觉得安心：

让我们能够感受到你的恩惠

以使我们有力量走向未来

鼓足勇气走向黎明

这些话语令人舒心，但是，坦率地讲，我并没有因此得到实际的力量或者勇气。主要的问题是我们无法确定我的计划是否能够有效实施。

2月18日，奥巴马总统在亚利桑那州梅萨宣布了住房救援方案，在

回华盛顿的路上，我们与奥巴马在他的“空军一号”办公室进行了会谈。在我演讲之后，金融类股票又下跌了20%，总统非常担心我们可能走向万丈深渊。他想要知道金融系统面临的损失究竟会有多糟糕，政府救助这些银行到底需要多少钱，什么时候我们能有答案。

我回答说这必须等到美联储完成压力测试之后才能知道，这个回答又一次不令人满意。我们必须要推进我们的住房计划，我们必须采取其他措施来提振我们的信贷市场以及投资这些问题资产。当然，这些动作不一定能够消除不确定性。

“我们将要求美联储加快进行压力测试，我们也不知道这会以什么样的方式结束，这都要等到他们做了才知道。压力测试也是令人担忧的，具有很大的风险，我们也没办法知道其是否会有效果，但是我们必须坚持做下去，直至结束。”

房地产问题是这次金融危机的核心。我们在亚利桑那州公布的住房计划也是充满争议的。总统的住房救援方案，以及人们认为我们是在救助那些贪婪的住房拥有者，这些都成为美国全国广播公司财经频道评论员里克·桑特利（Rick Santelli）厚颜无耻的攻击目标。那天，里克·桑特利公开呼吁美国应该再现一个新的茶党，并煽动右翼分子组织的反政府行动。这些都会对奥巴马总统的政治生涯产生很坏的影响。同样，左翼分子认为我们在阻止法院强制拍卖房屋的问题上不够努力，认为我们更加关照华尔街，而不是布衣街的普通老百姓。

从法律上讲，我们没有权力去强迫抵押证券的私人拥有者在非常时期赦免借款者的义务。尤其是当这些抵押贷款被分割成多级抵押证券被不同的投资机构（包括养老基金、共同基金、对冲基金以及银行）持有时，问题就变得越加严重。复杂的产品结构，错综交叉的产权关系，这些都加剧了我们救助计划的实施难度。尽管我们计划动用500亿美元的问题资产救助计划来救援房地产市场，但是我们估计大约有800万户的住房面临止赎风险，还有数以百万计仍处在危机之中。决定应当对哪些人进行救助也是一个痛苦的过程。

我们的目的不是为了补贴那些住着豪宅，拥有度假别墅、投资性地产的借款者，也不是为了个人住房贷款者能购买私人泳池与豪车。我们也知道如果对一些不计后果的投机者甚至是骗子进行援助，肯定会妨碍我们的住房救助计划获得认可。我们也不想用纳税人数百亿美元的资金

来重整家庭住房抵押贷款，这些家庭在政府帮助下依旧可能失去住宅。不可避免的是，一些金融危机中的无辜受害者不得不搬进更便宜的住房或者是租赁房。尽管我们不会过于担忧我们住房救助计划产生的道德问题，但是我们必须小心给那些不是那么脆弱的户主以错误的激励：因此为了获得救助资格而刻意断供。

我们最大的分歧在于是应该减少贷款者的总体贷款本金，还是只减少他们每月的按揭支付额。减少贷款本金的主要问题是面临庞大的预付费用以及最小的支付比例。我们希望救助计划一实施，就能产生立竿见影的效果，让房主们依旧能够继续在整个抵押贷款期还清贷款。有人提议要求最大限度减少陷入危机的贷款者的借款本金，但是我们认为我们需要支付的代价过高，因为从目前的情况看，仍然有3/4的贷款者在继续偿还房贷，他们只是不能够承受法院强制拍卖房屋的风险。理论上讲，如果能够帮助房主们还款，减少他们违约的话，减少他们的支付额对贷款者和借款者都是有利的。债权人也不希望看到大型房地产公司倒闭，大量房屋被拍卖。同样，巨量的房屋存量也会拖累房产的价格。

因此我们决定救助计划的重点在于降低每月的支付额，而不是减少贷款者的总体贷款本金。我们测算，如果没有政府的帮助，有300万～400万的房屋抵押贷款者的房屋会被法院拍卖，但是如果支付得起按揭贷款，则他们依旧可以保留房产。而持有这些抵押证券的投资者、银行也可以减少损失；理论上仅有一半能够从中恢复过来，而且危机中的数量要更低。而拉瑞认为，如果没有政府减少借款者过度的债务负担，债务危机很难自行结束。但是，又没有人提出低成本的、更具针对性、能够缩小借款者债务规模的可行性方案来获得国会的通过。

除了在亚利桑那州公布的重磅消息外，最令人注目的就是我们的住房可偿付调整计划（Home Affordable Modifi cation Program, HAMP）,其鼓励贷款机构将住房抵押借款人的每月支付额减至不超过他们收入的31%。该法案部分地借鉴了美国联邦保险公司处理因迪美银行的抵押贷款经验，但更注重于成功调整的奖励。我们认为其可以以最小的成本实现最大效果。但是桑特利以及保守党派向那些“茶党”大肆鼓吹我们是将纳税人的辛苦钱用于救助那些挥霍无度的华尔街机构。同时，自由派人士也不看好我们的法案，认为我们过于乐观地估计该方案的效果。

除了住房可偿付调整计划，总统还公布了住房可偿付再融资计划

（Home Affordable Refi nancing Program, HARP），其目的是为了帮助借款者为他们的抵押按揭贷款再融资。他同时号召国会通过重整计划的强制批准制度，其有利于借款人，允许他们的按揭贷款通过法院来重整。但是，很快拉姆就告诉他国会并不重视总统的议案，尽管现在民主党依旧占据国会的大多数席位。当然，我也并不看好总统的该议案，因为破产法庭现在已经忙得不可开交，而这个议案也有可能进一步增加借款者的按揭成本—虽然考虑到有限的范围，增加的程度会很低—仍可能会进一步阻碍复苏进程。

我们在美国亚利桑那州公布的住房重振计划，尽管在那时并不被认为是一项住房政策，但是意味着对房地美、房利美的又一个2 000亿美金资助。它们曾在汉克任职期间耗尽2 000亿美金的救助，这次它们再次陷入了困境。现在，美联储住房管理局是房地产融资的仅有来源，维持着按揭抵押市场的流动性。保护它的稳定性对于整个房地产市场至关重要。它维持着住房抵押借款的低融资成本，以便住房拥有者能够享受再融资带来的税收减免收益。

我们对房利美、房地美的救助被嘲讽为另一项昂贵的金融救助计划，但是它不需要获得国会的同意，也不需要动用问题资产救助计划资金，因此执行起来相对容易。当时房地产价格指数下跌已经超过了30%，而期货市场显示可能还有20%的跌幅，我们2 000亿美金的救助计划能够稳定20万亿美金的房地产市场，帮助数以百万计的住房拥有者实现再融资。拯救房利美与房地美可以避免大灾难的发生，拆除了这两枚定时炸弹，有利于我们实现根本性的复苏。

3枚定时炸弹仍在嘀嘀作响，而最令人担忧的依然还是美国国际集团。

美联储以及财政部已经向美国国际集团注入了1 500亿美元，而它现在看起来依旧是个无底洞。2008年第四季度，美国国际集团令人震惊地公布了617亿美元的损失，大约每个工作日损失10亿美元。它可能再一次被下调评级，这将导致数十亿美元的保证金追加，促使其再一次面临违约。

一方面，我们需要拯救美国国际集团以阻止发生进一步的恐慌；另一方面，美国国际集团也似乎越来越无可救药。因此，我们建立了一支“蓝队”来找出向该公司注资以防止其继续失血的最佳办法。然而，我

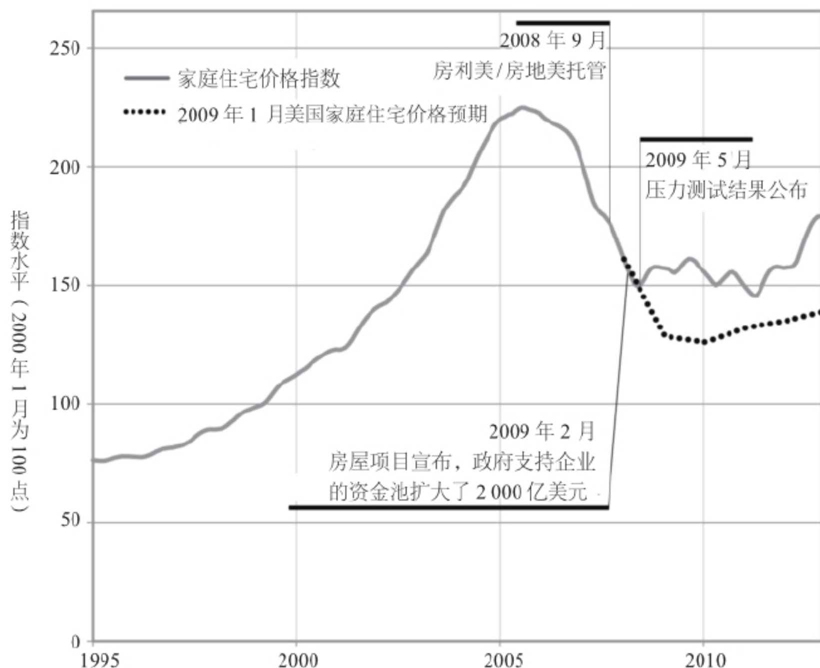
们在3个月前就曾努力为该公司找出长远的解决办法，因此，我们也组建了一支“红队”来研究是否可以让其破产而不造成大规模的传染效应。当我2月份在小会议室召集两个团队在一起开会的时候，大部分人认为让它破产是最优选择，尤其是在能够将公司的有毒金融资产与它相对健康的保险子公司分开的情况下—正如有些人指出的“将其流动性较好的保险资产剥离出来，然后毙了它”。

2008年年底，汉克雇用的一位负责运作问题资产救助计划的投资银行家认为，即使美国国际集团破产，也不会对世界造成太大影响。

他提到：“我记得当雷曼兄弟倒闭一个星期后，生活又恢复正常。乔·施莫去ATM机取款时，还是和以前一样，并无异常。”

而我知道的却是另一个令人畏惧的版本。雷曼兄弟的倒闭给全球的股票市场带来了灾难。为平息恐慌，美国政府花费了数万亿美元的资金作为担保，以使得普通百姓依旧能够正常地从ATM机取到钱。而且我认为，美国国际集团作为陷入危机的金融机构的保险人以及融资机构，其对金融系统影响更大。也许雷曼兄弟的破产给我造成了创伤后压力症候群，但只是因为它的倒闭给人带来真实的创伤。

政府救市计划帮助稳定住房价格
——标普/凯斯–席勒 **10**城市综合放假指数



2009年1月，住房价格已经下跌了30%，预期还会继续下跌20%。但是在政府与美联储采取一系列的救市政策后，比如拯救房利美、房地美公司，维持较低的抵押贷款利率，帮助阻止丧失抵押权赎回等措施，阻止了2009年的房屋价格进一步下跌，并且推动了2012年的房屋价格反弹。

“你可能没感觉到什么事情发生，但是对于我们这些经历过它的倒闭所带来的巨大创伤的人来说，我们不可能让这样的悲剧重演。”我说道。

我曾在我的演讲中承诺我们不会任凭这些大公司倒闭不管。现在我们必须证明我们是会守信的。一些红队的成员认为我们可以将美国国际集团作为一个特例，让其自然倒闭不会损害我们拯救其他公司的承诺。我问道，如果真的这样，外面还有谁会信任我们吗？因为美国国际集团的破产将会摧毁整个金融系统。如果我们终止对它的救助，一方面将会使我们的话不再可信，另一方面他们会觉得我们没有能力或者不会去拯救这些大型金融机构。这会让整个事态更加糟糕。

“如果我们让美国国际集团破产，接下来就是花旗集团、美国银行。”我说道，“如果有人能够有办法确保美国国际集团的倒闭不会危及整个金融系统，我们就停止对它的救助。”

这也是危机应对中最经典的问题。市场普遍认为应当让这些臭名昭著的公司进入破产程序，就像联邦存款保险公司对待社区银行那样，然

后清算债权人的债务。但是你必须有能力确保其他金融机构不会因此而受到牵连，否则你必须担心接下来其他公司的倒闭与资产减值。我们不具备该能力。李曾经说过，如果我们能够像电影《神奇遥控器》里面的亚当·桑德勒（Adam Sandler）那样具有冻结时间的能力，那么我们就可以让美国国际集团轻松地破产，然后再去劝说市场投资者不必为此担忧。但是在现实世界中，人们会及时地为他们的恐惧做出反应，而且难以控制。我们也希望我们对美国国际集团的决策能最低限度地影响其他公司，但是我们不能确信它破产不会危及整个金融系统。

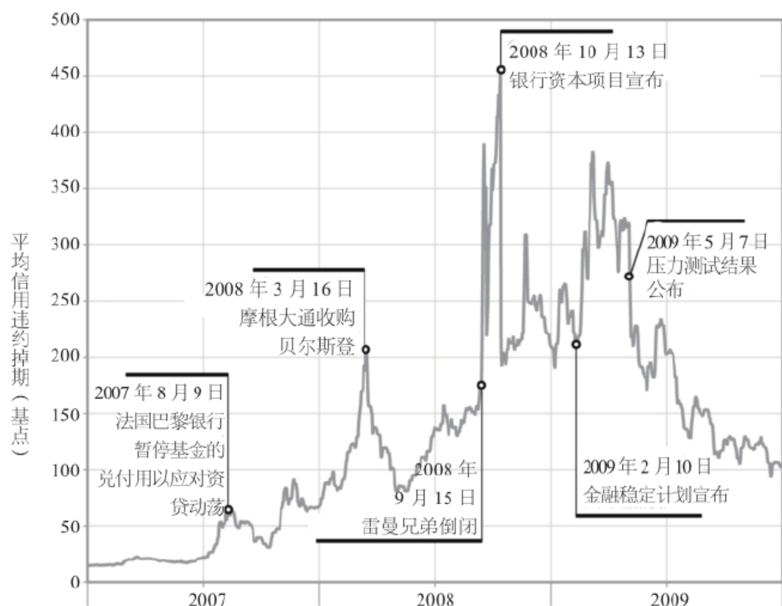
花旗集团已经如履薄冰，美国银行接踵而至。2月20日，也就是星期五，花旗银行的股价跌破2美元。美国银行债券保险成本上升了15%。市场不再相信它们的资本是安全的，花旗银行的监管资本依旧满足美联储的监管要求，但是普通股权益（能够承担损失并保护公司免于破产的高质量永久性资本）已低于总资本的20%，如果只计算普通股权益，花旗银行以及美国银行已经是杠杆率最高的两家银行了。花旗银行的总资产比核心资本的比例已经超过60：1，而美国银行也接近40：1。市场已经不再相信低质量的资本，即使是我们通过问题资产救助计划形成的优先投资。

这些是最容易预见的，我在美联储任职的时候就应当对花旗银行的核心资本不足引起足够的重视。即使在2007年年底以及2008年我们要求花旗银行以次级资本的形式增加了总资本，投资者现在对此依旧并不认同。但是现在我们碰到了更棘手的问题，市场普遍谣传我们即将对花旗银行以及美国银行进行国有化，投资者担心他们的利益会受损，纷纷抛出他们的股票。

事实上，我们大量购买花旗银行的股份是为了解决其资本金不足的问题，但我们也希望政府尽可能地不去控股。在政府内部，我们也在讨论压力测试结果如果出现很坏的可能性，这将迫使我们控股某些银行，也可能实际地国有化。在我们内部的策略讨论中，一些与会者—包括拉瑞以及他的前哈佛大学同事、现在的顾问杰瑞米·斯坦（Jeremy Stein）—都认为，普遍的国有化是不可避免的，甚至是必需的。在市场经济国家，国有化被看成是有害的，其意味着股东可能被排挤，债权人被清算而蒙受资产减值，政客完全控制私人公司。

市场非常关注大金融机构濒于破产

——六大金融机构平均信用违约互换利差走势图



雷曼兄弟破产后，衡量市场违约风险的大型金融机构优先债券收益率急剧攀升。尽管在2008年下跌时随着问题资产救助计划资金注入后有所缓解，但是投资者对大银行重新恢复信心，是在2009年压力测试结果出来，以及其他配套政策效果开始显现之后。
资料来源：彭博资讯。

在政府内部，同意国有化的人实际上是将损失强加于银行债权人，并且认为如果不这样，我们就没有足够的问题资产救助计划资金来重整金融系统。外面的声音也同样让人不安心。即使是世界著名的市场经济拥护者艾伦·格林斯潘在2月份也认为“为了快速地促进重整，短期国有化一些银行也是必需的”。伴随着市场不断听到我们讨论国有化问题的声音—有时候是从那些集思广益的白宫官员那里听说—银行股股价继续下跌，违约风险也逐步增加。

在非常时期，这无疑是雪上加霜。在我们给出了拯救计划的框架但还没有具体的实施细节之前，市场都在猜测我们的真实意图，对我们可能采取的不利于市场的调整措施过于恐惧。这些都有害于我们为稳定市场所做的努力。李说，他能感觉到市场对从白宫打向纽约的每次试探性电话都非常敏感。因此，一些自我应验的预言正在上演。如果市场觉得管理层认为银行是注定要破产的，那么市场也会抛弃银行。

当然，除了我们会议所释放的信息，世界上需要担心的事情还有很多。那个星期天，我和拉瑞提交给总统一份沉重的、令人难以置信的备忘录。在备忘录里，我们写道：4家最大的银行机构中—花旗银行、美

国银行、富国银行以及摩根大通银行—只有摩根大通是安全的。而花旗集团、美国银行很可能被国有化。我们警告道，美国国际集团不仅自己深陷危机，它还可能重创行业里其他人寿保险公司，比如美国大都会人寿保险公司、保诚保险公司等。而且，我们通过计算，在我们对TALF信贷便利、PPIP投资基金、缓解银行拍卖房屋的救助计划、汽车行业救助以及在压力测试过程中需要的紧急干预计划提供资金后，我们的问题资产救助计划中可能只剩下不到1 000亿美元用于重整银行系统。

“这肯定是不够的。”我写道。

在我们的第一次预算中，我们最终预留额外的7　500亿美元来救助金融系统，高于五角大楼的预算。

我们告诉总统先生，我们首要的工作就是立即再次向市场做出承诺。全世界虽然都听过了我的演讲，但是他们并不相信我不允许类似雷曼兄弟倒闭事件再次发生的承诺，他们也不相信我们会努力维持银行系统私有化状态的承诺。我们决定在星期一市场开市前，让监管者郑重地发表一个联合声明，重申一下我两周前演讲中没能被理解的“不再发生”的承诺。“我们重申我们会努力维持大型金融机构的自我恢复能力。”也就是说，我们是认真的。“令人信服的推论是……银行应该仍然掌握在私人手中。”申明总结道。言下之意就是，不要再抛出花旗集团与美国银行的股票。

如果市场不相信财政部长所说的话，那感觉肯定很不好，但是我认为我们并不需要对此做出调整，除了用我们的行动保证我们的承诺，也让投资者来做出判断。等待压力测试结果的过程是令人忧虑的。我们也必须依靠市场的耐心，尽管这个时候耐心等待似乎是不理性的。压力测试的结果有可能非常糟糕，我们可以讨论让银行继续留在私人手中，但是如果它们真的破产，那就不能这么做了。总统先生要我们彻底地揭露银行系统的问题，尽管我们知道可能问题会更严重。

我们在备忘录里也写道：“在这种最糟糕的经济场景下，我们对这些大型金融机构的救助办法也有可能失效。由于主动寻找问题，我们也可能会因此面临责备。尤其是当我们找出问题，却没有办法去解决的时候，我们会使问题变得更加严重。”

换句话说，即使我们正确地执行了我们的计划，也依旧面临衰退的

风险。

“但是话又说回来，我们认为采用其他的替代方法风险会更大。”

至少我是这样认为的，我相信我们的计划尽管差强人意，但却不是最差的。我要做的就是努力执行，一步一个脚印，并希望赢得市场的认可，树立市场的信心。令人欣慰的是，尽管当时看起来并不明朗，但我早期的奋争已经把对未来的期待拉到低得不能再低的位置了。

第八章
预则立，不预则废

2月25日，美联储推出了更多压力测试的细节，该测试将用于19家最大的银行。但预期很低，我们也并没有想超越预期。普遍的反应是，压力测试就像一场形同虚设的粉饰污点的考试，为病入膏肓的银行系统开出了一张清晰的健康状况清单。

压力测试用来评估银行是否有足够的资本来应对严重的经济低迷状况，而批评者们却认为美联储对经济运行轨迹的假设还没达到最坏的情况。这些批评者抱怨说，美联储针对经济增长和就业设定的压力情形—2009年的经济萎缩3.3%，2010年的失业率上升到10.3%—看起来也很普通，并不是特别糟糕。他们成功地测试了失业率，但是美联储关于房价的假设—2009年在“可能情景”下会降14%，在“压力情景”下会降22%—比实际发生的情况糟糕得多。

美联储最重要的假设是银行资产在压力情形下的损失率，因为这将决定银行需要筹集多少资金。而且那些损失率将设定得比较高，甚至高于大萧条期间的资产损失率。不过美联储并没有及时公布那些假设。因此，所有的分析师—包括第二天《纽约时报》上的所有三条引述—都觉得这个压力测试太弱，更像是一个精心策划过的诡计，怀疑其能否得出可靠的结果。

“我感觉他们设计的这个压力测试就是为了使得银行系统看起来还是

处于一个比较好的状态中的。”一位银行家这样告诉《纽约时报》。

事实并非如此。美联储非常诚实。我们知道，如果压力测试的结果看起来并不可靠，那市场就会忽略它，直接假设最坏的情形。不过，外面的人对这个过程似乎都不太有信心。私下里，甚至拉瑞也建议问题需要被解决，并抱怨美联储太过于保护银行了，而我也太护着美联储了。

事实上，我们都不知道金融系统能在多大程度上很好地应对经济的严重衰退，所以我们在设计的时候保证，无论压力测试的结果怎样，我们的程序都能相应地进行调整。在美联储确定了每家银行为了度过压力情形时所需要的资本之后，银行会有6个月的时间从私人投资者那里筹集足够的资本以弥补自己的不足。如果它们筹集不到资金，财政部将实行问题资产救助计划，通过注入足够多的资金来弥补差额。我们通过购买银行发行的优先股进行投资，但是这些优先股能够“可转换”成普通股，所以接受者会做好更充分的准备以吸收损失。

这个方法还有个严重的问题。压力测试的首要目标是减少不确定性，但是在压力测试完成之前将会有一个巨大的不确定性。几个月来，市场不知道哪些银行需要资金，以及它们需要多少资金。股东也不知道他们的股票将被稀释多少，如果政府最终以非常低的价格购买了股权，那么这种稀释的程度将会是巨大的。我们已经发现投资者有加速逃离银行股的迹象，这将会压低股价，从而投资者的股权被进一步稀释，逃离银行股的速度又进一步加快，以致形成恶性循环。

我们用李所谓的“盖特纳卖出期权”（Geithner Put）来解决这个恶性循环问题。后来他取笑我，这将被作为最大的卖出期权记入金融史，名垂千古，这就是为什么我更愿意将其称作卡巴克卖出期权；我肯定马特会喜欢拥有一个以他名字命名的卖出期权。在任何情况下，这能够有效地为银行股设定一个价格底线，阻止恶性循环，鼓励私人投资进入金融公司，否则任由股价下跌看起来就太危险了。

财政部支付银行股的期权执行价格仅仅低于我2月10日演讲前夕疯狂挤兑时的股票价格，我们要做的就是稳定这一转换价格，即使市场价格下跌了很多。它并没有消除银行投资者的风险，但却消除了很多令他们感到恐惧的不确定性，而且还降低了受到重创的风险。价格可能会稍微跌一些，但是除非银行的情况变得糟糕透顶，否则其价格不会出现大幅度的下跌。媒体几乎就没有注意到这个卖出期权的存在，不过这也无

妨；它本来可能会被当作免费品直接丢给银行投资者。但我们的目标是要对整个金融系统资本重组，使得投入的每一美元不是来自纳税人而是私人投资者。

2009年2月，对冲基金经理戴维·泰珀（David Tepper）告诉媒体，当世界都在嘲笑我的演讲的时候，他的阿帕卢萨马管理基金（Appaloosa Management Fund）却开始买进银行股，因为他在阅读了我们的公开声明之后，认为我们的策略看起来还是比较合情合理的。在我们宣布了该卖出期权之后，他继续对美国银行以及其他陷入困境的企业投资，到了2009年，他的基金获得了华尔街有史以来的最好回报。

在我离开财政部之后，泰珀这样和我说：“你似乎一直都挺守信用，不过你一旦违背诺言，那我就可以起诉你。”

当然，我们的目标并不是要帮助泰珀和他的投资者们赚数十亿美元。我们的目标是使经济能够再次增长，稳住银行的运行，这样它们就可以继续提供贷款。泰珀只是听到我们说的、看到我们做的之后，压注我们将会成功。

我们的基本策略就是，严格按照我们之前说过的内容来实行，信守承诺，直到压力测试全部完成，使得我们的其他救助计划能够有时间实施，整个系统都能够在一起正常运作。但是花旗集团和美国国际集团仍然处于崩溃的边缘，任何一家的崩溃都将会使得雷曼兄弟的倒下看起来还算是小巫见大巫。

对于花旗，我们面临着双重挑战。这家银行需要更多的资本才能渡过难关，而且不仅需要资金，还需要增加普通股。财政部是最可能的新资金来源。但是有谣言说我们打算将银行国有化，这正在动摇整个银行系统的信心，因为国有化就意味着会加大投资者的损失。我们不想让花旗倒闭，但也没有想要银行国有化的意思，除非到了不得不国有化的地步；如果要想整个系统稳定，我们必须要消除政府将接管银行的传言。

作为替代，我们找到了一个解决办法，花旗银行的私人优先股可以转换成普通股，那我们就可以转换等量由政府持有的问题资产救助计划下的优先股。这种转换使得即使在没有额外的问题资产救助计划基金的情况下，也可以增强花旗银行吸收损失的能力。这也能进一步证明我们的问题资产救助计划一开始注入公司的优先股在未来将是很大的力量来

源。虽然这会使得政府在花旗的股权增加到36%，我们也不会在公司内部占据主导权，以避免国有化的发生，令市场安心。

2月26日，在我们推出了压力测试之后，我的团队通宵达旦地完成了关于转换的条款，而花旗银行也不断地与其投资者进行沟通，例如新加坡政府基金、沙特王子，以确保他们会参与到这次资本募集中来。到27日凌晨5点，万事俱备只欠东风，就只缺少财政部的签名了，而我那时仍然是财政部中由总统任命的唯一一个参议院批准的官员，所以必须得由我来签名。但是没有人知道我在哪儿。他们安排一名年轻的职员负责堵在我回办公室的必经之路上，但是他却在卡巴克房间的沙发上睡着了。虽然他把闹钟设置提前了不少时间，但是我却比他更早出现在财政部的健身房。

最后李在地下室的跑步机上找到了我。我停下来签了字，增加500亿美元的普通股，作为花旗损失的缓冲。

在向市场展示我们并没有国有化系统重要性公司的同时，更重要的是要告诉市场，我们是不会让这些公司倒闭的。我们要负责保证不会再出现更多类似雷曼的情况。否则，私人投资者不会将现金暴露在风险之中来帮助重振金融系统，我们也不能确定是否有足够多的资源来通过问题资产救助计划展开救援行动。当涉及美国国际集团的时候，即使我们一再强调我们的承诺，市场仍然不相信我们会真正支持公司，而评级机构又在关键时刻威胁说会展开新一轮降级。3月2日，我们又承诺增加300亿美元额度帮助美国国际集团解决债务，评级机构这才同意推迟降级。最终结果是大家都满意了。

可以预见的政治反应是相当激烈的。美国国际集团的治理总是这么轻率鲁莽，纳税人对于一直重复支出来维系该公司的生存早就怒火中烧，这次他们被彻底激怒了。

3月10日，周二下午，我听到了一些丑闻。我们的问题资产救助计划团队得知，美国国际集团将以分红的形式支付1.65亿美元给它金融产品部门的雇员们，正是他们使整个公司差点儿崩溃。分红奖金的数量还不到政府救助额的0.1%，但是很难想象后续反应会怎样。

我们回到办公室，反复试图弄清楚我们是否可以正当地阻止这笔分红，以及这样做是否有意义。我们的律师认为，美国国际集团根据合同

承诺支付红利，他们认为我们没法用法律手段阻止他们。我本能地反感美国政府不遵守合同的行为，尤其是在各种各样的政府承诺被质疑期间。我们不是委内瑞拉。我担心，如果美国政府试图将解决方案强加在其中一个案例中，即使是这个令人震惊的案例中，那么就等于我们向市场传达了这样一个信息：在这场危机中，所有合约承诺都是没有保障的、不安全和不稳定的。就像李·赛克斯喜欢说的一句话："在一场风暴中，世界需要锚。"法治可以说是我们最重要的锚，特别是在这种存在着国有化的担忧和无处不在的联邦政府干涉的混乱时期。

2月初，在我们知道美国国际集团的情况之前，我们已经以一个更普遍和更理论的形式处理了这起分红事件。参议院银行委员会主席克里斯·多德（Chris Dodd）在康涅狄格州的连任选举中面临严峻的问题，他已经在经济复苏法案中插入了一个平民化的高管薪酬修正案，以限制政府救助资金中的分红支出，授权财政部重新安排现有的奖金分红支出计划，设法加税补收。在与多德的幕僚们的讨论中，我的团队提出了各种各样的变通计划，包括建议删除可追溯的加税补收条款。我们认为改变问题资产救助计划的条款将侵犯契约的神圣性。参议员多德同意并且将该条款从法案中剥离出来，但拒绝了我们的大多数其他修正建议。

美国国际集团的消息出来一个月后，我仍然担心，除非有明确的法律依据，否则在没有释放新一波的恐慌和不确定性之前，我们不能强迫金融机构违反合同义务。这就释放出一个信息，在政治不稳定的情况下，法律是起不到保护作用的。这会使得客户和交易对手开始怀疑他们的合约在下一阶段会不会违约，激发对其他金融机构的挤兑，而且还会促使有才华的员工远离接受问题资产救助计划的公司。这还会使得公司不太愿意参与到问题资产救助计划中来，因为我们可能会回溯改变条款，削弱了应对危机工具的权威。

但是这些担忧不可能得到选民的支持。美国国际集团的混乱状况将分红的问题排除在学术理论范围之外，而这将无法得到解释。

公众的怀疑是可以理解的，主要的问题资产救助计划接受者已经表达了他们对纳税人救助行动的感谢，在2009年1月也给予了纳税人巨额分红作为回报。当然，当我还在美联储的时候，我曾帮助设计过最初的美国国际集团救助方案。当时，我和我的员工在阻止因雷曼破产而产生的恐慌上耗费了太多精力，我们甚至怀疑自己还有没有多余的精力能够解决关于高管薪酬的事情。我们设计问题资产救助计划时政府官员远离

公司内部的管理和商业决策；美国国际集团在开始接受政府救助之前，早已经承诺了那些分红。但是现在美国国际集团的独立决定正在将我们的合作之路埋葬。

美国国际集团的分红丑闻使得媒体和公众都更加愤怒，我知道这将是对我们应对危机信心的又一个毁灭性打击。第二天，我打电话给美国国际集团的新CEO—艾德·李迪（Ed–Liddy），主要就是在说：“这是怎么回事？”

“你这是要毁了我们—和你自己！”我说。

李迪说，他曾经试图重新谈判分红的问题，但他的员工拒绝接受任何少于他们原来承诺的数目。他的律师认为，如果红利没有全部付清，员工将起诉公司违反合同，该公司将增加3倍的支出金额，包括赔偿。他说他只能试图在未来的支付上进行协商。我知道那并不能使这件事平息，但我也不认为我有任何法律依据可以去除合约中承诺的支付金额。我觉得，与美国政府试图违反私人合同效力所形成的破坏力相比，试图干预的公共关系价值损失根本不算什么。

在去白宫西翼开会的路上，我在拉姆的办公室待了一会儿，告诉他关于美国国际集团的乱象。拉姆是西翼中能量和活动的中心，而且我俩的关系非常好。他经常向我咨询市场的运行情况，然后进行决策以能够跳过并规避接下来原本可能出错的部分。他没有试图在政策上的微观部分干预我，他很有创新意识，总是保护我不受来自白宫的潜在干扰。他想能够清楚地知道我们在做什么，加入到我们的策略沟通中，并确保没有意外的惊吓。我也想能达到这种状态。我希望能够让白宫知道我们不怎么令人愉快的选择，并且保证有一个衡量决策自主权的标准，但又不至于将总统拖入困境太深。

但是我没有办法保护白宫。用纳税人的钱去补贴使金融系统陷于火海的纵火犯，这样的新闻故事对于政治的打击将是不可想象的。我告诉拉姆，我不认为我们有任何法律依据能进行干预。

“我们确实别无选择了，”我说。“这将是一场噩梦。”

奥巴马总统将要面临的是无比混乱的局面。拉姆称之为“大礼包”。2月是迄今为止最糟糕的月份，失业率上升到8.1%。在我知道分红这件事情的前一天，标普500指数已经降到了历史新低，相对峰值下降了

57%。总统公开说现在看起来是买入股票的好时机，我觉得他这时说这话不太明智，虽然那些采纳高层领导人建议的投资人在4年时间里已经赚了一倍多。与此同时，克莱斯勒和通用的汽车销售量下降了一半，这不但对员工和供应商来说是一场灾难，对整个制造业来说，也是一个不祥的预兆。

当周六美国国际集团的分红新闻公布的时候，我已经远在英国的一个偏僻小镇—霍舍姆参加20国集团财长会议了。结果只能由拉瑞代替我去参加星期天的电视节目，一次又一次地重复着“无耻”这个词，试图指出我们是一个法律国家，以保护我们的立场。其实这并没有多大作用。当我们将美国国际集团与分红这两个词放在同一个句子中时，就足以使得大多数美国人认定我们是站在坏人一边的。

***

霍舍姆的3月是英格兰最冷的时候，各国财政部长正是在这样一个寒意入侵岩石为墙的小旅馆的时候相互见面了。我已经奔走了几个月，严重缺乏睡眠，并且患上了流感。周六晚上，坐在回家的军用飞机上，我咳嗽、疼痛，心情非常糟糕。此次峰会并没有获得大的成功，主题大部分都是关于国际紧张局势的。为了第二天会见总统，他的经济顾问以及政治顾问，还有那些怀疑我们金融修复计划的人，我还得整理会议的资料。我们必须坚持到最后。

我并不是个喜欢大喊大叫的人，但是那天晚上我在电话里对李和卡巴克说话有点大声，这并不是因为跨太平洋的电话信号不好。当我不在的时候，他们和拉瑞就一个PPT的内容有过协商，我对此很恼火。他们在幻灯片中已经假设了银行无法筹集到足够的私人资本来填补压力测试中暴露出来的漏洞：当我们不得不注入大量的问题资产救助资金，银行事实上被国有化之后，我们将会怎么做？李和拉瑞已经同意将两个选择提供给总统。一个是由财政部接管的方法，这将允许我们能像政府处理房利美和房地美那样来处理银行，这样我们就拥有了自由裁量权，逐步减缓我们的投资，最小化对系统的冲击和纳税人的损失。另一个方法就是拉瑞的“快速退出解决法”，这需要立即重组银行，包括不良资产的清算。

两个办法都有理论上的优点，但我不认为拉瑞的方法是可行的或者

是理想的。然而，不知道为什么，拉瑞说服了李和卡巴克，使他的策略听起来就像很酷的鹰派方式，会将总统塑造成平民英雄，而我们的方法听起来像温和的鸽派，感觉总统是被银行所控制的。

“你不可以像那样提交这一方法！你使得主要的选项看起来很可悲！”我大声地说。“你不能把我们说成是鸽派，把他说成是鹰派。这里不存在鸽派。你应该将两个计划表现为鹰派一或者鹰派二的形象。”

我担心旁边的每个人都能听到我说的话，包括共和党的外交官罗伯特·佐利克（Robert Zoellick），布什总统选了他负责管理世界银行。我不想大肆宣扬我们的内部分歧，否则局面会更加混乱。但是鹰派一/鹰派二计划很重要。这不仅仅是要形成一个关于怎样解决破产银行的晦涩难懂的争论；而是将形成一个更大的关于我们计划的争论。拉瑞和其他人都说我们是在回避做出艰难的选择，就像日本银行陷入危机之后所做的那样，会使得美国也进入日本式的“失去10年发展时机”。我们认为我们的战略其实比想象中还要艰难。

毕竟，我们的目标是促使大型银行能够筹集到它们需要的资本，无论它们是否想要。一个可靠的压力测试可以确保银行最需要资本的股东需要面对最大程度的股权稀释。银行自身填补差距的能力越弱，政府在银行获得的所有权比例就会越多，但是即使银行设法从私人投资者那里筹集资本，同样也会使得现有股东的股权被稀释。我记得有一次，拉瑞和我坐在总统办公室的外面，我试图说服他，这种精英模式的分类法对那些理应受到惩罚的机构的股东来说是很残酷，但也避免了因国有化或清算引起的惊慌。

“我不明白你为什么把银行描述得这么慷慨，”我说。“它们是因为自己种下的恶果而被稀释了股权。”

但是拉瑞并没有屈服于这场争论，完全不为所动，他是一个强大的辩论对手。他知道总统喜欢这个想法，果断的行动能够帮助结束这个救助横行的时代，甩开这个烂摊子。他经常暗示，尽管总统主张大胆解决问题，我仍然赞同试探性的折中方案。在椭圆形总统办公室的一次会议上，拉瑞解释说，总统在这边，他伸出一只手臂；而蒂姆在另一边，他向相反的方向伸出另一只手。

“我离你更近，总统先生。”拉瑞说。

***

3月15日星期天，从凌晨3点到上午10点，美国总统奥巴马和他的10多个经济和政治顾问在罗斯福厅讨论了我们应对金融危机的措施。李和卡巴克整理并编辑了他们的谈话内容，以更清晰地显示出两个选项都是强硬的，但是拉瑞赞同经典的形式，认为我们的战略就像对一个本来亟须手术的病人进行留院观察治疗。在我当部长的第一天，他响应了总统说的一番话，他说，时间可以让系统本身自己开始愈合，不再需要“创可贴”了。他反复强调的主题是，我们的计划太像日本的了，日本当时就是一直维持着僵尸银行，由于胆小不得不承担经济衰退的后果，而不是像瑞典那样，国有化银行，然后经济得到了强劲复苏。

总统赞同拉瑞的观点，奥巴马政府已经想要放弃我们的计划。

“我们不想像日本所做的那样。”他在某一刻这样说。

罗斯福厅有一场激烈的会议辩论，那时候我的影响力还不是很大。我和我的团队花了大部分时间在会议上进行辩解。对“蒂姆计划”的无情批评是一个警醒，这都是针对我的，甚至是政府里的同事们—拉瑞带头，他在我还是个吵闹的抄写员的时候就开始支持我的事业—也不为所动。总统很明显想听听，是什么使得他们开始质疑我们的计划，并且他让他们持续发泄了好几个小时。

但是我们已经发布了我们的计划大纲。我们推出了几个特定组合计划的要点。在知道压力测试结果之前，若不想冒险使得市场更加动荡，我们就不能取消或者大幅修改这个计划。罗斯福厅的会议对我们的同事来说是一个机会，如果对计划不满，他们可以畅所欲言，表达出批评和焦虑。万一总统想要半途而废，在半路上调整我们的计划，这也是总统的一个机会，如果他对这场辩论乐此不疲的话。这不是一场决定是否继续的全民公投。

我们讨论的主要政策问题是鹰派一/鹰派二的假设，如果政府需要扩大在银行占有的股权比例，我们应该怎么办，无论是在压力测试和融资期完成之前还是之后。拉瑞和其他人都想让我们提前提交有力的重组政策，分离出状况差的银行，更换管理层，剥离资产，甚至可能帮助某些债权人资产减值来弥补损失。

我的基本回答是：当然，这在某些情况下可能是行得通的。我们无法提前得知哪个是最佳月份；这需要取决于银行以及那时整个世界的状况。现在我们无法做出决定，作茧自缚，束缚住我们的双手毫无道理。我们也是受到权力制约的，不会允许进行先发制人的国有化。我们仍然没有办法接管大型复杂的金融公司，只有当银行处在破产的边缘，或者在现有的监管要求下技术性破产，联邦存款保险公司才会接管一些小银行，但是目前没有银行满足这些要求。我们也受到我们少量现有的金融资源的限制。不管“快速退出解决法”策略有多少好处，其代价都将是昂贵的。会议进行了数小时后，我们只剩最后一张PPT了。PPT上面指出，要想通过鹰派二，将需要2 000亿~4 000亿美元的额外资本，超过了问题资产救助计划中剩余的资本。

拉姆几乎要跳出他的座位。

“你在说什么？”他说。“别提更多的钱。”现在他最不想做的事就是迫使总统向国会索要另一个问题资产救助计划。

怀疑论者有很多合理的担忧，但几乎没有可行的方案。拉瑞和克里斯蒂娜都觉得银行现在的情况要比我们之前想象中的糟糕。政治顾问使得政治争论的要求符合更多的旧约正义。我再一次回复说：你可能是对的，你也可能得到你想要的，我们走着瞧。压力测试的结果将揭示银行的健康状况。筹集私人资本是失败还是成功将决定我们未来工作的艰难程度。在我们知道它将如何发展之前，我们不能不负责任地缩短这个过程。到现在为止，这场辩论还是纯理论的。

当然这场理论争论还是很有价值的。我想要总统和内部批评者能够清楚地知道我们正在做什么。总统是正确的：我们不想变得和日本一样。虽然这对日本来说并不完全公平，我们不能简单地对银行系统中的资本漏洞视而不见，或者等待足够长的时间，寄希望于经济能够自己恢复，资产能够增加，银行能够摆脱困境。这就是拉瑞所谓的“观察等待”。

但那不是我们的策略。压力测试绝对不是采取掩耳盗铃、视而不见的措施；它会对银行以及它们的资产进行前所未有的审查，且对透明度的要求也会提高。和日本早期的“放松监管”措施不一样，他们的投资战略方法是让资本不足的银行自然破产，我们则是要确保银行最后能够有足够的资本度过经济衰退时期，无论资本是投资者自愿投入的还是在我

们的逼迫下被迫注入的。最后，如果有一家银行破产了，我们也没有打算效仿日本的模式，放任其垂死挣扎，艰难前行数年，直到没钱发放贷款，拖累经济。对于那些需要大量政府资金的银行来说，无论是采用鹰派一还是鹰派二的方案，我们的策略都会更倾向于效仿瑞典，而不是日本。

反对"仿照日本"的支持者中，有一大部分是支持效仿瑞典的，也就是咬紧牙关进行国有化。然而，这种情感有一部分是基于瑞典发生的奇迹。李和卡巴克解释说，在前两年的危机中，在还没有进行国有化之前，瑞典已经尝试了所有可以选择的方法。然而，在6家主要的银行中，瑞典只国有化了两家—前提是它承担了整个银行系统的债务以避免危机蔓延。瑞典的银行规模和全球化程度都要比我们小得多，那时世界其他地区的经济状况更健康，全球金融系统远没有现在脆弱。

我们试图阻止且反对的是采用先发制人的国有化这个想法，这个主意很吸引人，看起来似乎很酷很有效，并且能够让大家知道，我们有决心解决问题。但我们认为这将是金融、政治、法律和行政的噩梦。我们知道，这对那些最虚弱的机构来说最终也是非常有必要的。政府已经将房地美和房利美进行托管，并替换了它们的CEO。美国国际集团也不得不替换它的CEO，而且它还在进行大幅的裁员计划。有提议说，我们甚至应该把考虑国有化大部分银行作为最后一招儿，但是如果这仅仅是为了表明我们坚决的态度，似乎不太负责任，也不够明智。

如果我们国有化了一家大型银行，我们不仅要承担它原本遗留下来的坏账和风险，这对纳税人来说可能是很沉重的负担；还要面对它在管理上存在的问题和赔偿问题，还有一些隐藏着没暴露出来的问题。国会感觉好像国有化的银行也是属于它们的，所以它们会出于政治目的来干涉银行的业务决定。前联邦存款保险公司主席比尔·艾萨克（Bill Isaac）在《华尔街日报》的专栏中阐述得很好，我非常认同。他讲述了在1984年大陆伊利诺伊银行（Continental Illinois）的国有化，这家银行以现在的标准来看是很小的。这一行动导致了一场可怕的混乱，不但损失了纳税人的钱，并且持续了7年。李将国有化一家大银行比作伊拉克战争。

"如果你想继续下去，你最好确保有大规模杀伤性武器（WMDs）。"他说。他回忆起了科林·鲍威尔著名的陶瓷谷仓规则（Pottery Barn Rule）：如果你打破了它，你就拥有了它。

换句话说，在我们决定负责一家陷入困境的银行之前，我们最好确保它已经在真正意义上破产了。而我们认为最好的判断破产的方法就是压力测试。我们的批评者们说，我们应该接管花旗集团，以警告华尔街我们不会放纵和宽容。这给我的感觉是一连串的努力只能得到一点点回报；我们刚刚策划要进行股份转换来增强公司实力，尽力确保避免获得大多数的股权，而花旗银行实际上也开始出现稳定的迹象了。

更为重要的是，我们已经通过压力测试展示了一个过程，让世界更好地了解花旗和其他银行需要多少资金，并给它们自己去筹集资本的机会。我们为什么会为了接管几万亿国际银行业务而偏离原本的道路，放弃这一过程，选择另一个痛苦的战略呢？我们将如何帮助其他脆弱的金融系统？这将会对市场产生怎样的影响，尤其是对那些等待压力测试的其他银行股东和债券持有人？我的团队认为，先发制人将花旗集团国有化最有可能的结果是导致美国银行的挤兑，接下来就是富国银行、摩根斯士丹和高盛。很快我们就可以最终拥有一半的银行系统。在危机中，你不能国有化一家公司而撇开其债权人，除非你准备承担下所有其他类似处境的公司债务。瑞典已经这么做了，但是如果有其他选择，你就不能这样做。

无论在哪种情况下，我们的计划都已经开始行动了。我们知道这是有风险的。我们不确定它是否能起作用。但是我们的批评家没有可行的计划。当他们继续促使总统变得更主动、更强硬的时候，我不断要求他们寻找更多选择来指导我们完成。这将如何运作？你从哪里获得权力？钱呢？未来会发生什么？退出策略是怎样的？我尽量提醒大家，担忧并不是策略，预则立，不预则废。我想让总统知道，我们除了进行压力测试外没有合理的替代选择，我们仍然要为下一阶段保留所有的选择权力。

在问了几个小时的艰难问题，听了这场辩论之后，奥巴马总统说他要去理发，吃晚餐。他告诉我们在他回来之前不要继续辩论。随着会议的结束，我似乎听到他问是否有5个家伙可以跟着他去椭圆形总统办公室。实际上他是问是否有人想要吃五代同堂（Five Guys）—这是一家汉堡包连锁店的名字，我从来没听说过，不过后来我发现我的儿子本也喜欢吃这家的汉堡包。

总统离开以后，拉姆·阿克塞尔罗德和罗伯特·吉布斯在混乱的白宫里订了芝士汉堡包，但经济团队只是坐着讨论，偶尔用好时巧克力补充一

下能量。拉姆回到鹰派一/鹰派二的主题。他明确表示，如果我们采用拉瑞的方法解决银行问题需要数千亿美元的额外资金，那我们就不会采用拉瑞的方法。沉默。然后有人问拉瑞，如果我们筹不到那么多钱该怎么办。

“我们将不得不采用蒂姆的计划。”拉瑞说。

我后来有人向我提了一个问题，据说有一名作者声称总统在罗斯福厅决定国有化花旗集团，但我延缓搁置了这一命令。这不是真的。花旗的计划和其他公司的计划一样，就是在压力测试下它将如何运行，看它是否能够募集到私人资本，然后再决定我们是否需要采取进一步的行动。总统明白进行国有化存在的风险，他从来没有要求我走这条路。

我记得在休息的时候发生了一件有趣的事情，拉瑞突然看起来很困惑，就好像他在一个熟悉的地方发现了一个意想不到的东西。

“你知道，这事是很难弄的。”他说。

“欢迎来到我的世界。”我回答说。

我们自认为已经向总统表明了我们有一个好计划，而不是一个普通的计划。这不仅仅是一个最好的选择。但是总统肯定在风险中经历了一个速成班。总统有很多高级顾问，他相信这些人能够提升他的兴趣和人生哲学。这些顾问认为这个计划在政策和政治上都很糟糕。我们最新的争议会打击他们对总体战略的信心。

“总统先生，”我在会议接近尾声的时候说，“美国国际集团的事情将会变得丑陋。”我们讨论了分红的问题，以及为什么我们不相信自己能够阻止他们。

“我直说了吧，”总统说，“我们将给那些直接损害金融系统的人进行分红吗？顺便说一下，他们中很多人住在伦敦，所以我们甚至不能对他们的分红收税吗？”

是的，基本上是这样。总统眨了眨眼。他一直非常支持我们的方法。他一直非常支持我。他已经表明，他愿意支持这项不怎么受欢迎的决定，从而使得他的政治顾问们能够退缩。但是我想以后将很难再有比这更不受欢迎的决定了。

第二天，我和总统在东厅宣布了一项新的小企业贷款计划。在我用毫无新意的方式公布了细节之后，奥巴马总统说，他想花一些时间来讨论他对美国国际集团分红一事的愤怒。

“我已经要求盖特纳部长使用‘我们’的影响力，利用每一个法律途径来阻止这笔红利的发放，以保护好美国的纳税人，”奥巴马说，“我想要每个人都清楚，盖特纳部长向来如此。”

事件发生的早上，我读了那些言论的草案，我并不开心。我们不认为自己能够收回已经发出去的红利，即使我们能适度减少未来的支出，但以此来提高公众的期望似乎是不明智的。我认为总统应该尽可能远离这一问题。我也没觉得有必要提醒每个人我“也卷在这件事里”的情况。

但是这个国家想要“见血”。本周，众议院借着民粹主义者的愤怒，提出对华尔街的分红要征收90%的税，尽管该法案将会被平静地在参议院里被否决。但在听证会上盘问首席执行官艾德·李迪的时候，为了能成为履行质问义务的榜样，巴尼·弗兰克要求公开美国国际集团红利获得者的名字；李迪是在公司发生危机之后才加入的，并且同意了1美元的年薪。他不得不大声读出一封匿名信，该信件扬言将追踪美国国际集团的高管，并将在弗兰克卸任前杀死他们。

美国国际集团的分红事件迅速被认为是政府过分溺爱华尔街，而我则被认为是主导者。有一次，保罗·沃克尔在纽约到华盛顿的飞机过道上看到我在打电话，他小声地开我玩笑：说“不”就可以了。沃克尔大体上是在开玩笑，但总体感觉上，追溯到《华盛顿邮报》专栏把我称作“高盛毕业生”，其实就已经把我定论为另一个执掌财政部的银行家，只为银行服务。纽约市长迈克尔·布隆伯格（Michael Bloomberg）曾经在公开场合介绍我，说我是高盛的人；哥伦比亚广播公司新闻记者哈里·史密斯（Harry Smith）在一次采访中多次提到我在高盛的经历；甚至拉姆的妻子也曾经对我说，我肯定非常期待回到高盛工作。

在那个时候，参议院多数党领袖哈里·里德（Harry Reid）—我认识的唯一一位在电话中与我简短通话的政治家—会定期邀请我参加参议院民主党党团的午餐会议，也就是我们在国会里的盟友。但是自由派民粹主义者在会议中占了主导地位，他们对我没有表现出什么好感。我记得来自佛蒙特州的左翼参议员伯尼·桑德斯（Bernie Sanders）大呼，总统身边的人怎么都来自华尔街。我列出了总统团队中一些激进的经济学

家，包括克里斯蒂娜·罗默、　贾里德·伯恩斯坦、吉恩·斯珀林，以及财政部首席经济学家艾伦·克鲁格（Alan　Krueger）。我解释说，我从来没有在华尔街工作过。但是大家的反应都是不屑一顾。之后，我告诉皮特·劳斯（Pete　Rouse），这个会开得很糟糕。皮特·劳斯是传奇的参议院幕后权力代理人，现在是总统的顾问。我说我认为应该告诉总统这一切。

“不用担心他们，”劳斯告诉我。“他们可能已经忘记了自己说的每一句话。”

我也得为我所记得的和听到的关于分红的部分做证，因为我的女儿爱丽丝在健身房的跑步机上跑步时，从电视里看到了有一些“粉红代码”注的积极分子举着一面“着火的盖特纳”的旗帜。米歇尔·巴赫曼（Michele　Bachmann）是保守派，并且很快会以共和党中的茶党而闻名，他一直要求我指出依据宪法我们可以做的部分，似乎因为宪法没有明确提到银行救援的内容，所以问题资产救助计划就是无效的。自由派民主党玛克辛·沃特斯（Maxine　Waters）认为我们都是站在高盛这一方的。另一名保守派共和党成员杰布·亨萨灵（Jeb　Hensarling）在“水门事件”的回声中一直对我穷追猛打。

“部长先生，公众需要一个更直接的答案，”他说。“奥巴马政府知道什么？他们什么时候知道的？”

在这漫长而激烈的国会拷问中，我最大的挑战就是忍受他们，在公众面前保持礼貌。艾伦·格林斯潘曾经告诉我，他在听证会上的应对方法就是想着午餐吃什么。但是，尽管国会通常没受多大影响，对分红的狂热使得美国国际集团名誉受损，也使得公司重回到金融危机的深渊。3月份，美国国际集团核心保险业务的客户续签数量大幅下降，该公司的信用评级再一次面临风险。尽管我们已经给美国国际集团注资1　820亿美元，但我团队中的一些成员还是认为我们可能要通过破产程序来拆分出公司。问题资产救助计划中只剩下1　100亿美元可用于银行和汽车行业，因此利用这些资金来立即救助美国国际集团的想法并不是很好。但是仍然有很多人非常赞同这个想法，尽管我一再提醒这可能会再次引起恐慌。

危机应对过程中的政治之可怕是不言而喻的，我觉得白宫努力把自己和愤怒的民粹主义者结成联盟只会是徒劳。3月27日，总统邀请各大型银行的首席执行官到白宫，在那里他发表了著名的言论，唯一站在银

行家和尖利的叉子之间的就是我们的政府。我猜这个会议的意图应该是为了展示总统在向银行家们施压，要求他们严格压缩薪酬，但是总体效果则是强化了我们不愿意在这件事上投入更多精力，以及金融精英们在白宫还是很受欢迎的印象。总统有一次曾经告诉我，他觉得当一个民粹主义者很不舒服，就像他穿着不合身的衣服。他不是要成为令人信服的西奥多·罗斯福，痛斥“伟大财富中的恶人”。银行家们不会将公共部门的薪酬强加到自己及其高管那里，他们对公众的反感感到很惊讶和愤怒。他们觉得我们是在助长这种情绪。

银行家、公众和我们之间存在着一个巨大的误会。在会议上，摩根大通的杰米·戴蒙告诉总统，他可以派出他的团队帮助我们起草金融改革法案。这个提议并不吸引人。戴蒙后来真的激怒了总统，以至于我们拒绝他参与制定规则，就好像让华尔街最强大的金融公司帮助我们制定新的华尔街法规很值得炫耀似的。在白宫会议之后，有一位银行家向媒体透露的信息是“我们都是一伙儿的”，而这并不是白宫想要听到的信息。

我们从来没有真正弄明白如何驾驭民粹主义浪潮。我的顾问杰克·施维德（Jake Siewert）建议我在去纽约旅行的时候见一下克林顿总统。杰克曾经是克林顿的新闻秘书，他认为我与实践大师讨论民粹主义的政治问题将获益匪浅；在前总统位于哈莱姆的办公室，我们进行了一场触及灵魂的美好谈话。我记得他那时正在节食，所以他点了一些健康的食物，并将每个人盘子中的炸鸡都拿掉。他有很多很好的政治建议；例如，他敦促我们继续推进向高收入人群征税计划，尽管任务艰巨，但是他也提醒我，我得保证自己在采取这一行动时不能看起来很高兴。遗憾的是，当谈及公众对救市和华尔街的愤怒时，他说这只是美国人太过于矫情，恃宠而骄。

“你可以把劳埃德·布兰克费恩，带到一个黑暗的小巷，然后掐住他的喉咙，这估计会使他们满意两天，”他说，“然后杀戮的欲望又将再次燃起。”

当然，成为攻击的目标并不是什么开心的事情。我的同事一直都很关心我，问我是否还好，就好像我得了什么病一样。我试图保持平静的感觉，但是我知道自己负有政治责任。

一天早上，在我们走进白宫椭圆形总统办公室之前，拉瑞沉思了一会，他想总统可能认为他雇用我们是因为正在组建一支“鲁宾–格林斯潘

梦之队”，另一支没有争议的“拯救世界的队伍”。事实并不是这样的，其实是另有隐情。

“这对他来说一定很难。”拉瑞说。

“无论他是否留下，辞职或被解雇，市场普遍认为，美国财政部长蒂姆·盖特纳已经是四面楚歌。”这一说法开始于3月末的《石板》杂志（Slate）。在听到几家媒体都说我已经“四面楚歌”之后，作者把我的处境与其他陷入困境的人相比—例如伊利诺伊州前州长罗德布拉戈耶维奇，他是民主党人，被控贪污罪；还有前爱达荷州共和党参议员拉瑞·克雷格,他因淫荡的行为在机场的卫生间被逮捕—并从这些比较中来衡量我的生存机会。他总结道，如果盖特纳下台，这将给予投资者信心，因此市场也会逐渐平稳。

那个特殊的春天还算是乐观的。在新闻发布会、《60分钟》栏目，甚至在《今夜秀》上，总统都公开表达了对我继续保持信心的态度，但这只是增加了外界对我离职的猜测。有时我会拿我和阿克塞尔罗德之间不可避免的争吵开玩笑。“越快越好。”我说。好多次，我很严肃地告诉拉姆，如果他认为我辞职对总统有利，那我会离开。他告诉我，在纷繁复杂、色彩缤纷的条款中，我选择辞职并不是理想之举。不过，我认识到，如果我们的总体战略败得很惨，我将成为替罪羊，而且本来就理应如此。

我故意忽略报纸上关于我的报道，把有线电视节目固定在体育频道。但是我担心这些争论会形成累积性的破坏，尤其是对美国国际集团的怒火已经达到了白热化的程度，到时我也无能为力了。春天的时候，我问我的朋友米歇尔·史密斯（Michelle Smith）这种情况能否恢复正常，并足以让我能够顺利地开展工作。史密斯是华盛顿的一名精英，在我刚进财政部的时候与他一起工作过，现在是美联储的通信主管。她说她认为可以，但这可能需要一年的时间。我认为我很难等那么久。

在某些方面，与最糟糕的2008年相比，那段时间相对来说还算不错，因为我相信我们有一个合理的计划，尽管可能只有我一个人是这么认为的。我不觉得无助。但这仍然是一段难熬的时期。我和家人分开住，感到孤单。我向他们透露，我被内疚折磨。工作所赋予我的重大责任感，以及我因不能给一个受伤的国家更多的信心而感到的痛苦，卡罗尔都感同身受。她不听我让她别看新闻的劝告，不断地承受着各种对我

的人身攻击。在某一刻，戴维·阿克塞尔罗德打电话给她，表达了对于她牺牲精神的感谢，因为这确实要做出很大的牺牲。

我很幸运，从我大学毕业开始，到我早期在财政部任职，在华盛顿我都有一帮好朋友。在我成为公众人物之前，他们就很了解我，并不在意我是否是华盛顿的重要人物。我还没有开始找工作，在公共生活中，我也没有意愿找另一份工作，所以我可以尽我所能尝试着完成这件事，完全不计较个人成败与得失。我记得鲍勃·鲁宾（Bob Rubin）在一次晚餐后提醒过我，我只要保证对自己问心无愧，去做我认为是正确的最好的事情，并且不要被太多的政治责任压垮。他这是在用温柔的方式来批评我们搞了太多公共事件，从而使自己和那些旧约的担忧站在同一阵线，不过这确实是好建议。通常，我都会试图专注于我所能控制的一些事情。

不幸的是，有很多事情是我无法控制的。我仍然是财政部中唯一由总统任命并由参议院批准的官员，在危机中管理着一个由120 000名员工组成的部门。当美国公共电视网（PBS）的吉姆·莱勒（Jim Lehrer）来到财政部采访我的时候，他惊呆了，整个三楼都是空的，这里本来应该是高级职员坐的地方。我们能听到自己的脚步声回荡在大厅。当大多数具有金融专业知识和经验的人被认为不合格时，我很难再找到可确定的候选人。有一名候选人由于她在繁荣时期是证券交易委员的一名高级官员，所以没有被选上，另一位是因为她曾在美国国际集团和高盛的董事会工作过，所以也没选上。我甚至尝试过引荐罗杰·科恩，他曾经在危机时期代表过华尔街每家陷入困境的公司，但是他同样退出了，也许这是一个明智的政治决定。

最后我终于想到了拉姆，并叫他把尼尔·沃林（Neal Wolin）派过来。在牛津大学和耶鲁法学院毕业之后，尼尔已经在中央情报局为鲍勃·盖茨（Bob Gates）工作了。在克林顿政府期间，他曾是财政部的法律总顾问；他曾经负责一家大型保险公司的运行；现在他是代理白宫顾问。拉姆立即让他到财政部来协助我，甚至没有指定具体的工作。尼尔说，几周之后，我打电话请他做我的副手，那通电话的持续时间不超过30秒。

尼尔的第一个优秀见解是，只要美国国际集团的分红问题没有解决，我们就发挥不了作用。“这就像吸血鬼在榨取生命。”他说。他的想法是把肯·费恩伯格（Ken Feinberg）也招进来。这个人曾监管

过“9·11”事件受害者赔偿基金，作为一名独立的“特别管理员”，曾负责问题资产救助公司的赔偿。费恩伯格能够在一些被管制过度的行业中干出一番事业来；他一点儿都没有被这些巨头的融资给吓倒。不用深入涉及这个复杂的问题，不用花时间来降低个别公司的赔偿水平，对于我来说是一件好事，尽管我们仍然会因存在过度的分红而自责。

此外，我尽量推动事情向前发展，并展示出新计划的细节，让市场知道我们将要做的事情。渐渐的，即使我们仍深处美国国际集团的困境和愤怒的声讨之中，我也开始看到曙光了。

***

3月下旬，总统和其他人一样，都担心我们的计划。等待压力测试的不确定性是痛苦的。来自同事、新闻界和公众的嘲笑让人感到不安。市场的反应也是如此。我们已经推出了新的金融方案，通过调整抵押贷款以及对房利美和房地美增加新的援助，以此来支持房地产市场，通过TALF来重振消费者和企业的借贷，通过压力测试和资本援助来修复银行系统。但是投资者仍然不为所动。

在罗斯福厅摊牌后不久，一次在总统办公室开会期间，总统问我：“蒂姆，你确定你的计划能够见效吗？”

我说不确定。我解释说，经济学家们已经花费了几十年的时间才达成一个共识，即在大萧条时期，是政策制定者搞砸了事情。世界上没有什么事情是确定的。“但是，总统先生，我有信心我们的计划是一个比较好的选择。”我说。他可能会希望我们能展示出更加明确的信心。

3月23日，在我们公布了公私合营投资计划中购买有毒资产的一些细节之后，终于从市场得到了一些积极的反馈。著名经济学家和记者把它描述成另一种华尔街版的“秃鹰基金救助计划”，正如英国《金融时报》的马丁·沃尔夫所说的。保罗·克鲁格曼称之为“金融把戏”和“金钱换垃圾”，而经济学家杰弗里·赛克斯（Jeffrey Sachs）指责我们是从纳税人身上搜刮金钱送给银行家，认为“这可能是更加灾难性的计划”。但是市场却喜欢它。股市上涨了7%，是我在财政部待了两个月以来的第一个好消息。投资者在汉克第二次放弃购买有毒资产的计划之后已经失望了，但是在我最初的演讲中透露出对资产购买的预期之后，投资者们又开始兴奋了。

我觉得那些昏头的投资者和诋毁我们的人都有点反应过度了。公私合营投资计划基金不是我们战略中的一个决定性元素，尽管它对于私人资产管理者购买有毒资产也提供了一些激励机制，但这并不像人们所想象的那样，是对华尔街的慷慨。总的来说，相对于我们的私人合作伙伴，政府将承担更多的下行风险，而利润则是在政府与私人之间平分。在由卖方主导的市场上，把政府的火力大部分用在买方是很重要的。但是如果私募基金想要买，那他们的钱仍将不得不面临风险。而拥有不良资产的金融机构也没有义务出售他们的股份。

这就是为什么我们更愿意实施公私合营投资计划。市场力量将决定不良资产的价格，减少纳税人过度支付的风险，并提供大量的银行隐性救助，减少银行被迫贱卖和造成巨大损失的风险。但这也是为什么我们对它可能完成目标抱有适度的期望。

最终，公私合营投资计划将给缺乏流动性的市场增加活力，但是只有220亿美元用于直接购买资产，与我们最初宣布的购买1万亿美元的资产还相差很远。如果真的像批评者们描述的那样，钱最后打水漂儿了，那事情将变得更加有趣。虽然在那时候，我们很乐于看到市场很满意。我没有预料到在信心上会产生这样的火花。至于我们的批评者，市场的反弹只是强化了他们的观点，也就是我们所做的事情对华尔街来说太慷慨了。

当我在国会监督小组做证的时候，我记得有一个明显的交锋。这个监督小组是问题资产救助计划的监察机构，由哈佛大学法学教授和消费者保护倡导者伊丽莎白·沃伦所领导。这一次，我感觉自己的头部后方有一串粉红色代码："快把我们的钱还给我们"—最终我们连本带利还清了。戴蒙·西佛斯（Damon Silvers）是美国劳工联合会—产业工会联合会（AFL–CIO）的律师，也是陪审团中的一员，他质问我关于盖特纳计划的事情，试图让我承认这个计划是一个有利于华尔街而损害纳税人利益的骗局。

"打断你一下，"西佛斯说，"我不懂的是—我从事法律工作，而你曾在银行工作—也许这是一项交易……"

"我从来没有真正在银行工作过。"我打断道。"好吧，很久很久以前。"他说。

“事实上，从来没有。”我回答说。

“投资银行。”西佛斯反驳道。

“投资银行也从来没有待过，”我说，“我一直都在为财政部和美联储提供公共服务。”

“好吧，”西佛斯让步了。“那就这样。”然后他继续攻击公私合营投资计划就如同是对金融得利者的免费施舍。

3月，美国又流失了80万个工作岗位，使得失业率升至8.7%。失业造成的人力成本是毁灭性的，但是失业数量对政治来说也是灾难性的，因为这将彻底破坏我们为缓解人力成本所做出的努力。2009年1月，克里斯蒂娜·罗默和贾里德·伯恩斯坦发表预测，表明经济复苏法案将使得失业率降低到8%，这给共和党提供了一个可以经久不衰的反对刺激计划的论据。显然，问题在于刺激计划之前的情况要比我们意识到的更糟糕，而不是说全新的刺激计划已经失败了，但是共和党人将不停地引用这一预测。从经济上来讲，他们所说的刺激实际上会让事情变得更糟糕的言论是荒谬的，但在政治上，确实可能会发生这种情况。相比较于我们对假象冗长而复杂的解释，这种论点确实要简短很多。这是对预测的危险性的另一种提醒，使我们看起来像一群经济学家，但不能直接有效地对市场直接采取应对措施。

撇开了党派之间的纠结，奥巴马总统已经就职两个月了，情况似乎变糟了—特别是中西部的工业，一些城镇的工厂失业率到了20%。通用汽车和克莱斯勒已经耗尽了布什政府的过桥贷款，所以我们必须决定是否以及如何去尽量拯救它们。我没有制造业的背景，但是我认为，如果我们能以某种方式帮助它们恢复运营，那么在这种深度衰退的时期,任由他们破产是非常不明智的。

我们在白宫进行战略讨论，克里斯蒂娜·罗默、　奥斯坦·古尔斯比，以及其他一些人都认为让克莱斯勒破产能够给通用汽车一条生路，但是我从来没感觉到总统认真地考虑过这个问题。我的团队分析了汽车行业，我们相信，如果克莱斯勒能够完成和意大利汽车制造商菲亚特的兼并重组，那么它还是有很大的机会存活下来的。成千上万的工作岗位已经岌岌可危，我们不会把一个潜在可挽回的公司扔进垃圾堆。对于仍在衰退的经济来说，这样做只会对经济造成新的损害，抵消刺激计划带来

的好处。

这个“汽车团队”由一群经验丰富的投资者、律师和财务顾问组成，他们由斯蒂夫·拉特纳和罗恩·布鲁姆领导，所以我对这个团队很有信心。虽然这个小组向我和拉瑞报告，但是通常我把细节留给他们处理。拉特纳在解雇通用汽车的CEO里克·瓦格纳（Rick Wagoner）之前，甚至都没有询问过我的意见；如果有什么区别的话，那就是增加了我对这个汽车团队的信心。他们将行业的重要性与其领导人不愿意做出改变的适当轻蔑平衡得很好，且理解很深刻。在我们的会议上，奥巴马总统一直提醒他们要强硬，不要在意政治，要将注意力放在如何使公司重新变得有竞争力上。通用汽车的管理层假定我们会直接给钱，我们不敢把美国最具标志性的公司进行破产重组，但这是一次严重的判断失误。

3月30日，总统宣布，我们将提供额外的问题资产救助计划来保住通用汽车和克莱斯勒，但是我们需要为提出一个切实可行的重组计划设定最后期限，否则将面临政府协助的彻底失败。“年复一年，10年又10年，我们已经看多了隐藏着的问题和所要面临的艰难选择，就如外国竞争对手超越了我们。”他说，“我们已经穷途末路了。”到了春末，两家公司都会破产，然后汽车团队会将它们进行重组。

我们再一次找到了政治的结合点，即左翼、右翼以及大部分都不同意我们行动的中间派。大部分国家都把救助通用汽车和克莱斯勒看作新政府紧急救助管理不善的公司。但是工业和它的民主党捍卫者把严厉的条款看作一种背叛，特别是与我们对待金融行业的方法相比较。破产就意味着债权人将承担损失—汽车工人、退休工人以及汽车经销商都将陷入困境—而我们在拯救金融行业时并没有这么做。

“银行收到的钱要比汽车行业多10多倍。而且它们接受的救助方式好像也不同。”在我做证的时候，伊丽莎白·沃伦注意到这一点，她直接问我：“你认为银行比汽车行业管理得更好吗？”

不一定，但是通用汽车和克莱斯勒现在的模式是行不通的。压力测试能帮助确定什么程度才是有利于银行的。更重要的是，金融行业与汽车行业以及其他行业之间存在很大的差别。一家银行最重要的资产是它的信用可靠程度，其全部业务都取决于客户和债权人信任它，才敢把钱交给它。银行也更加依赖短期融资，如果资金链断裂，银行也更容易破产。

正如我们在2008年秋天看到的雷曼和华盛顿互惠银行的破产事件，银行本身也更容易受到波及。汽车制造商的运营没有严重依赖易抽离的短期融资，债权人也比较容易区分出各公司经营状况的好坏。利用破产程序来减少它们的债务，这只会向借钱给经营不善的汽车公司的人发出一个危险信号，而不是所有的汽车公司。相比之下，信心是整个金融行业的命脉。在危机中，与其他行业相比，投资者很难区分哪些银行好，哪些银行不好。这就是为什么在恐慌期间，债权人发生损失或者金融系统的银行经营无序性导致的失败会触发对整个金融系统的资金挤兑，特别是当金融系统对短期融资具有很强的依赖性时。金融业危机不同于汽车行业或者其他任何行业的危机，这就是为什么国会要在联邦存款保险公司设立一个特殊的破产权力机构来处理破产的银行。

我们认为这是一个非常严密的逻辑。但是我们都对公众能够接受它不抱任何幻想。我们只需要关注什么方法最有可能行得通，并希望公众能够根据结果来评判我们，而不是凭空想象。

4月初，我和奥巴马总统一起去伦敦参加他任职以来的第一次20国集团会议，这是一次高调测试各国是否有一起对抗危机能力的机会。在大萧条时期，各个国家都只顾自己，在破坏性的衰退过程中设立新的贸易壁垒，当全球需求萎缩时，进一步采取紧缩政策。我们下定决心不再重复犯这些错误。美国的命运和世界其他国家是紧密相连的，如果全球经济继续萎缩，那么美国的经济情况也将很难得到扭转。

20国集团中的一些国家，特别是德国和法国，希望会议集中讨论长期国际监管改革以帮助缓解下一次危机的问题。但是这次危机还没有解决。拉瑞和我都认为当务之急应该是达成一个共识，即将短期经济刺激计划与财政支持协调一致，这样可以缓解危机，扩大全球需求。总统决定两项计划同时推动实施。

要想形成强大的刺激，就需要动员新兴经济体的资源。资深的财政部元老马克·索贝尔（Mark Sobel）接替了我原来在国际部的工作，泰德·杜鲁门（Ted Truman）是美联储危机方面的专家，我把他请进财政部，帮助监督我们的国际工作进度。在内部讨论的最初阶段，他们建议我们应该努力扩大在墨西哥比索危机之后建立的国际货币基金组织应急基金规模。索贝尔建议我们把资金从500亿美元增加到3 000亿美元，以确保有足够的资金来救援陷入困境的国家。

“增加到5 000亿美元。”我说。崩溃的强度越来越大，少量资金已经远远不够了。正因为如此，我们才做出5 000亿美元的决定。

在财政官员的会议上，我努力说服20国集团实施大规模的财政刺激计划；我的工作团队提出了国内生产总值2%的目标。但是并没有取得多大进展。峰会结束之后，《纽约时报》的头条是“顶级的工业国家之间没有明确达成一致的刺激计划”。在欧洲，对于刺激计划的呼声不断降低。德国人谈到了世界财政纪律的美德。有传言说早期推行过紧缩政策的法国实际上可能将远离伦敦峰会。许多外国政府谴责美国因肆意挥霍导致了危机，认为我们没有能力教它们如何复苏经济。

这个世界迫切需要更多的刺激，拉瑞希望我们更加努力，能够使得20国集团中剩下的国家能够在会上做出特定的量化承诺。我担心峰会最终会以分裂而告终，使得总统刚登上国际舞台便早早失败了。所以我告诉拉瑞的副手戴维·利普顿，在媒体上淡化一些对抗性的言论，不要再去拔高一些我们可能无法实现的期望。“我们需要一个‘幻想’的时刻。”我说。我已经认识很多其他国家的财政部长很多年了，对他们的了解程度比对我部里的新同事还要深，我知道他们不喜欢来自白宫的演讲。考虑到危机造成的伤害和金融系统破坏的程度，我们必须以谦卑的态度去谈判，并试图在国际上重建信誉。

所以我们缓和了措辞，并努力达成共识。结果远远超过我们的预期，我们在伦敦宣布的协议帮助全球经济开始恢复稳定。财政刺激没有特定的目标—这永远不会发生—但是我们得到了一个普遍的承诺：“提供持续的、必要的财政刺激来恢复经济增长。”更具体地说，20国集团同意部署1.1万亿美元国际融资来对抗危机，包括5 000亿美元的国际货币基金组织紧急救助资金。我们承诺不会引入新的贸易保护措施。我们同意未来金融改革的大体框架，包括更高的资本标准。这一次，媒体给峰会设定的标题是“协调与合作”。

“世界领导人在全球问题上达成一致。”这是《华尔街日报》的标题。

对总统来说，伦敦之行是一次重大的成功，我也感到特别满足。撇开美国的经济疲软，以及布什执政时期对美国外交政策挥之不去的仇恨，我们还是完成了议程。峰会结束之后，萨科齐总统高兴地走到我和奥巴马总统身边，高举他的拳头喊道：“盖特纳！盖特纳！”—就好像我

是他喜欢的足球明星一样。

这是一个愚蠢的姿态，总统扬起眉毛，看了看我，好像在说：这是怎么了？但是暂时少了点心烦意乱的感觉还是很好的。

我回国之后又陷入危机之中，我要面对激烈的国会听证会和各种没完没了的会议。在华盛顿，会议就是生活的一部分。很多时候他们只是在作秀，也是提出建议或者做出承诺的一个途径。有时他们的主要目的就是增强自己的存在感。但是偶尔他们也会来真的，是一个进行实际决策的论坛。我开始养成一种习惯，走进拉瑞拥挤的办公室参加会议时开玩笑道:“这是一次真的会议还是假的会议?”换句话说,我们是在谈论一个需要做出决定的政策，或者只是聊天?当开真正的会议时，我通常建议跳过那些前奏，直接关注PPT，这样我们可以讨论更多的问题。大家都知道我的耐心有限。

不过，谈话或许可以达到宣泄的目的。那年4月，当我们等待压力测试的结果时，罗斯福厅会议之后，我在财政部召开了一系列后续会议，给我们的内部批评提供一个出口，继续释放我们计划中的风险，并能提供一些更好的发展方法。拉瑞和他的同事杰瑞米·斯坦提出了几个明智的想法，我们将把这些想法运用到压力测试中，包括对损失做更为严格的假设，提高资本目标和透明度，我们对整个战略的演练能够使得优点和缺点更加具体化。但是，当他们在策略上提出更为激进的背离时，我就开始打击他们，指出他们策略中存在的问题。有时，在拉瑞提出一些新的方法后，我就会看着他，然后说：“拉瑞，我听明白了你喜欢这个方法的原因。你为什么不列出一些缺点？”通常，在解释为什么一个新颖的想法本身会存在严重的错误方面，他往往比我解释得更好。后来吉恩·斯珀林说，在那些会议上，没有一个替代方案能够经受30分钟的讨论。

我不是总处在最佳的表现状态。当这些批评者使我焦虑，而我又没有发泄方法时，我就会生气。当他们提出解决方案时，我可能表现得不屑一顾，就好像我剥夺了他们全部的希望。我记得在一次深夜会见这些内部批评者和顾问之前，我安排单独和拉瑞在晚上8点共进晚餐，所以他会有动力结束这次会面；他总是觉得如果能和我单独待在一起，就有更大的机会说服我同意他的观点。在见面之前，我告诉财政部团队不要带任何食物，希望每个人都能因为感到饥饿而失去兴致。但是过了晚上8点，到了9点左右，我的高级顾问萨拉·艾薇儿带来了几盒被遗落在逾越节家宴上的发酵面包。

“不，萨拉！”我只是半开玩笑地喊道。“不要给，这只会纵容他们。”

这些会议中最常出现的主题就是我和以前在美联储的同事被雷曼兄弟折腾得很惨，以至于我们都不敢再做任何可能动摇金融系统的事情。拉瑞和杰瑞米·斯坦说我患有“雷曼综合征”，这是一种金融创伤后的应激性障碍。斯珀林有时打趣说，每当有人提到“系统性风险”，所有人的智商都会立即下跌50个点。

我承认患有“雷曼综合征”。我认为，如果你没有因雷曼的倒闭产生精神创伤，就不会对出现另一个雷曼而感到恐惧，你就是没有对事态聚精会神。我有时无法原谅危机中的“苍鹰”（chicken hawks），即金融系统中伊拉克战争的狂热支持者，他们从未参加过战争，却在远离战争的地方奢侈地享受着一切。让有系统重要性的企业倒闭，将它们国有化，削减它们的债权人权益。如果你没有亲身经历过这一切，那这些听起来是相当诱人的。我宁可犯错来避免另一场灾难。在一次会议上，各位同事采用各种理论对美国国际集团进行精神分析，研究这次危机是如何扭曲了我。

“好吧。”在猜测了20分钟后我说道。“到此为止。”

我们的计划接受了批评—你可以称之为对“压力测试”的压力测试—使得总统对我们的计划更有信心。例如，在4月27日，他在白宫举办了一场晚宴，一些美国的著名经济学家都参加了，包括批评家保罗·克鲁格曼、杰夫·赛克斯和约瑟夫·斯蒂格利茨（Joseph Stiglitz）。总统一开始就给我们一个尖锐的提醒，我们的策略是我的杰作。“我喜欢听你们的观点，”他告诉团队，“你们已经知道蒂姆是怎么想的了。”总统请每个人都发表一下观点，大多数的批评都是老生常谈，例如我们的计划过于软弱无力，不够激进，是僵尸银行的良方，对金融系统过于慷慨了。当总统反过来问他们建议我们怎样去做时，他听到了一个曾经在白宫也听到过的外部版本：更多的是担忧和批评，只有一点点想法，但是没有一个听起来是可行的，全部都有问题，都是想以其昏昏，使人昭昭。

克鲁格曼是典型的深思熟虑者，在某些方面，我发现他的批评也是最令人满意的。他说，虽然他不确定，但是他会倾向于进行更多的国有化，特别是对花旗银行和美国银行。但是他也承认，如果这样做了，那么我们就必须保证金融系统中其余的银行安全、不发生挤兑，就像我一

直在内部说的。“这可能会付出巨大代价。”他承认。我知道总统读了克鲁格曼的专栏—包括首次提出将瑞典作为验证模型—我很高兴他能证实我的警告。在早期的会议上，总统就已经提到过我和拉瑞经常引用的希波克拉底（Hippocratic）的名言：不伤害是第一要位。现在，普遍被认为是国有化领头人的经济学家们承认，如果政府的担保没有急速扩张，那么先发制人的国有化将会造成巨大的伤害。

克鲁格曼后来没有再次强调国有化花旗银行和美国银行有多昂贵，因为这些银行的市值减少了。但是我们没有权力进行先发制人的国有化，也没有全面的权威保障。即使我们有能力接管这两家占全美银行资产1/4的银行，我们也将面对毫无吸引力的鹰派一/鹰派二的选择，要么快速进行清算，但这种甩卖将使纳税人蒙受巨大的损失；要么试图长期地经营庞大的机构，但这也将引发各种不同的问题。

在压力测试完成前将有一段令人不舒服的动荡时期，我们承受着压力来完成各种任务，以表明主动权。白宫西翼中总统的几个顾问建议我解雇美国银行的首席执行官肯·刘易斯。他指导进行了美国国家金融服务公司以及美林证券公司的不良资产收购，现在已经明显出局了。

“蒂姆，我正在找你，”吉恩·斯珀林对我说，“如果无论如何他都要离开，那你为什么不推他一把？”

我知道辞掉一位银行家，并且公之于众的冲击力。虽然美国银行已经蕴含了大量的风险并且得到了巨额的援助，但我们并没有控制它。如果压力测试后它还没能筹集到私人资本，并且最后我们拥有了大部分的股权，那么其管理权将被替换，就像房利美、房地美、美国国际集团和通用汽车一样。如果在压力测试显示出美国银行陷入困境之前，就武断地决定刘易斯必须离开，我们就等于破坏了自己的计划。

“我知道你在找我，”我告诉吉恩，“我不会仅仅因为道听途说就武断地做出决定。”

我们必须等待。

等待并不容易。整个市场都在反弹。从总统就职之日开始到4月，标准普尔500指数金融类股票平均每天波动5个百分点；而在正常情况下，震荡1个百分点就已经不得了了。在白宫会议上，拉瑞曾经说过，我们永远也不知道明天市场会不会崩溃，直接倒退到20世纪30年代的状

况。压力测试如果揭露出银行有管理上的问题，就可以结束这痛苦的波动，或者是巨大的资本漏洞，就需要激进的新措施。

我以前在纽约联储的同事承担了压力测试中的大部分分析工作，但在那个春天，他们牢牢控制着这一过程。他们试图预测未来的收入和损失，这对银行监管者来说是一份全新的工作，在这个不同寻常的具有很大不确定性的时刻，使得问题变得更加复杂。所以他们的数字一直都在变化。他们不希望我们设计的策略是基于最初的数据，因为数据可能发生显著的变化，这是明智的，但也是令人懊恼的。

“我是财政部长，连我都不能看到这些数字吗？”我在一次电话会议上抱怨。

当我们试图从美联储得到结果时，我们也在继续讨论各种压力测试的设计方案。其中一个就涉及透明度问题。美联储的监管者们正在汇总所有19家公司的损失估计，根据资产类别来进行分解划分，如住房抵押贷款、商业地产、商业贷款、信用卡等。他们也汇总了收入估计，然后结合损失估计来计算每家银行的资本缺口。我认为美联储应该尽量将这些结果透明化，让公众知晓，不仅仅是对金融系统整体，还应包括每家单独的公司。我认为减少不确定性的最好办法是允许投资者更深入地了解银行，这样他们就能明确压力测试的压力真正有多大。

但从一开始，美联储官员就不愿公开银行的具体数字。他们担心公开对未来损失以及资本状况的预测有可能会破坏信心，促使投资者逃离看上去比较脆弱的银行。他们还担心公开利用银行内部数据汇编出来的详细结果，可能会阻碍他们将来对这些数据的获取。“这违反监管信息的机密性，并将对监管过程中的可信度造成不可弥补的破坏。”他们在早期的备忘录中这样写道。

拉瑞和我都认为，我们需要充分合理的信息披露，即使是坏消息也总比没消息好。投资者已经对很多银行做了最差的假设。我担心仅仅靠实力较强的银行自愿披露信息可能会使得实力较弱的银行的名声更差，还不如强制所有银行都披露。我把这个想法告诉了伯南克，他最终同意了，否决了美联储工作人员传统保守的主意。压力测试最终将揭露每家银行的资本缺口，预计损失，甚至可以知道损失的资产类别。对收入预测来说还缺少一点透明度，但是总的来说，美联储采取了与日本相反的方法，尽可能接近美国银行监管者曾经公布过的金融系统账单。

我们面临的另一大争论涉及“标准分数”（Bogey），也就是在最糟糕的情形下，我们将迫使银行达到的资本水平。我们都认为需要一个强调普通股本的新的衡量标尺，但在短短两个月内建立新的资本规定会有法律和运行方面的障碍。过去的国际规则被称为《巴塞尔协议II》，该协议耗时将近10年才完成。但是因为花旗银行和美国银行经历过这个协议，市场不再相信普通股之外的资本，因此美联储快速设计出一种新的测量方法，称为“一级普通资本”（Tier 1 common）。关键问题是每家银行必须持有的普通股数量。

最初，一些美联储工作人员提议将银行风险加权资产的最低比率定为2%，但我们选择将这一比率提高到3%或4%。高比率将迫使银行增加更多的新资本，但是李害怕更高的“标准分数”假设会造成私人投资者的恐慌，特别是如果压力测试预计将发生灾难性的损失。但是拉瑞和杰瑞米·斯坦一贯都主张高比率。我鼓励伯南克采用更加严格的标准，也就是4%。值得称赞的是，伯南克同意了，他推翻了一些幕僚的意见。如果市场认为这并不困难和可信，这个测试就起不到效果。系统对资金的需求如果非常大，将会直接扼杀我们；但是如果需求量过小的话，也会伤害到我们。

到了4月下旬，我们终于看到美联储的初步数据—我们松了一口气，数据看起来还好。我告诉总统，我们或许可以利用问题资产救助计划中的现有资源来调整金融系统的资本结构，仅仅是在我们得出第二个问题资产救助计划需要7 500亿美元的预算结果的两个月后。4月24日，在向总统做报告时，我们将19家压力测试机构中的9家称为“赢家”，它们不需要任何新增资本。我们相信有超过5家机构能快速筹集到它们所需要的资金，所以它们可以帮助负担一部分不断扩张经济的融资。

但是我也发现有5家存在“负离群值”，看起来它们好像有重大的资本漏洞。美国银行面临的资本缺口最大，我们担心如果它不能够筹集到足够的私人资本，政府最终会获得它的大部分股权。通用汽车的融资部门—通用汽车金融服务公司，虽然规模不是很庞大，但也是一团糟，且面临着巨大的损失和直线下降的收入。

美联储和花旗集团的前经济学家卢·亚历山大加入我们财政部的团队，起草了一份“反向研究”的备忘录，里面记录了在结果公布之后我们可能面临的潜在批评，内容从当初压力测试假设的宏观经济没那么糟糕开始。2009年4月，失业率升至8.9%，接近压力测试中的悲观值

10.3%。“即使我们说服他们相信估计损失的方法，收入和其他所有的配套都是合理的，结果仍然会在这个基础上被怀疑。”亚历山大写道。他还警告说，一些私人分析师得出了一些悲观的估计之后，我们预期的一些相对可控的数字也可能被视为“太小了”。

随着5月7日发布日的临近，美联储的数据一直在波动着，我的团队依然忧心忡忡。伴随着结果的公布，我们正在起草一篇专栏以应对数据的公布。马特·卡巴克认为，在演讲撰稿人修改的内容中宣称金融系统拥有“大量的缓冲资源来抵御未来的挑战”，这听起来过于自信了。

“我个人的观点是，未来的经济前景是非常不确定和灰暗的，这个测试对不稳定性会有很大的影响，草案中的胜利宣言是非常不明智的。”卡巴克写道。斯蒂夫·夏弗兰（Steve Shafran）曾经为汉克工作过，并担任过我的顾问。他也认为现在就为胜利欢呼还为时过早。“此外，财政部长被认为是阴沉、保守的—而其他任何形容都是不恰当的。”他写道。李插话说：“一些对冲语言是恰当的。非常可能会有一次衰退到来。”

我在草案中加入了大量的限定性条件。但我们最终发布的研究结果很让人心安。在压力方案中，美联储预计，除了在危机期间已经损失的4 000亿美元，这19家公司还有约6 000亿美元的额外损失—以历史标准来衡量，数额已经是相当巨大了，但也不是不可逾越的。

关于资本状况的消息更好。在考虑过未来适度的收益以及现有的储备和资本之后，压力测试发现，截至1月1日，19家公司需要额外的1 850亿美元资本。但是那些公司—特别是花旗—自1月1日以来就已经增加了1 100亿美元的普通股。这就意味着仍然需要资本的10家公司只需筹集到额外的750亿美元。我们认为在没有新的问题资产救助计划资金的情况下，它们也能完成大部分的目标。

美国银行需要的资金最多，高达339亿美元，虽然数值很大，但是对这样一个大型机构来说，问题还是可控的，特别是在花旗银行的问题资产救助计划为优先股转换普通股提供了模型之后。当我们宣布为问题资产救助计划注资时，富国银行的首席执行官迪克·科瓦切维奇（Dick Kovacevich）曾经嘲笑道，他不需要更多的资本，并称压力测试“愚蠢至极”。富国银行需要137亿美元资金，位列第二。花旗只需要55亿美元，因为它已经增加了870亿美元的普通股。唯一深陷困境的机构是通用汽车金融服务公司，它被查出存在一个115亿美元的资金缺口，几乎

是其普通股的两倍。

第二天早上，我走进了椭圆形总统办公室，向总统简单陈述了来自世界上最大的对冲基金—桥水联合基金（Bridgewater Associates）的一份报告。许多专家，包括拉瑞，都认为桥水联合基金的《每日经济观察》（Daily Observations）是最聪明和最可靠的私人经济分析报告，对银行的观察也是最悲观、最负面的。在经济团队和总统的政治顾问面前，我把当天的《每日经济观察》报告交给了总统。

大标题是“我们同意！”。

桥水联合基金
每日经济观察

2009年5月7日

雷·达利奥（Ray Dalio）
詹森·罗顿伯格（Jason Rotenberg）

美利坚合众国我们同意！

压力测试的数字和我们的几乎一模一样！监管机构在解释他们在压力测试中哪些方面做得很出色，并且展示了据以得出结论的数字。差不多两年前，我们就开始公开损失预测，他们的方法和我们几乎一样，而他们得出的结论也和我们的几乎一样，差别主要存在于术语方面，本质并没有差别。例如，我们预测结果的最大差别在于两家计算的年数—他们计算的是接下来两年将会发生的损失估计，而我们计算的是资产整个周期的损失。因为除了未来的两年，在未来的三四年也会发生损失。很自然，总损失（我们的计算）会比未来两年的损失（他们的计算）要大。我们不会去猜测他们为什么这样做，虽然我们知道最大的资本需求（也就是收益小于损失）可能发生在最后的那两年。无论如何，考虑到我们的总损失估计中存在最大的差异，我们的情景假设可能更糟糕一些。一旦这些调整完成了，我们就可以看到完全一样的结果。

下面的图表就是一些调整的内容：

两年损失预期以及所需资本（10 亿美元）		
	美联储压力测试	桥水预计
未来两年的损失	–600	–552
需要筹集的总资本	–185	–177
加上资产出售和约定的调整	110	110
净资本需求	–75	–67
需要筹集银行资本的比例	47%	68%

金融市场最终判断压力测试是可信的，投资者愿意提供大量新的普通股资金来稳定金融系统。在压力测试结果公布的第二天，我向总统分享了桥水基金的分析。桥水基金的积极评价很快成为市场的共识。

“压力测试的数字和我们的几乎一样！”报告的开头这样写道。“监管机构在解释他们在压力测试中哪些方面做得很出色，并且展示了据以得出结论的数字。”

我没有过早地欢呼胜利，但是对于主场队伍来说，这无疑是美好的一天。

1. 粉红代码（Code Pink），知名反战组织，主要成员为妇女。—编者注

STRESS TEST

Reflections on Financial Crises

第九章 渐入佳境，感觉更糟

大多数美国人从来没有听说过压力测试，而对听说过的人来说，它听起来就像是另一个华盛顿的笑话。《周末夜现场》（Saturday Night Live）做了一期节目，扮演我的演员用一种很诚实的口吻做了开场白，他说我们给了所有银行一个及格分数，因为“那些不计后果放贷或者不擅长银行业务的银行分数很低，我们不想歧视性地给它们打上烙印”。那个假扮我的演员抱怨说，花旗没有认真对待这项测试的书面笔试部分，边说边翻开答题纸，上面每一项问题的答案都是“盖特纳太烂了!”。他还批评通用汽车金融服务公司对每个问题的回答都是“纳税人救助”，尽管他承认，他们中的大多数答案都是正确的。

我相信大部分公众把我看作倒霉的、被银行包围的讽刺漫画里的人物。我也没有指望压力测试会改变我在美国政府里的名声。这个周六也同时是白宫记者协会举办晚宴的日子，奥巴马总统打趣说他的一个目标是在他总统任期的第二百天，管教他的新狗“波”，因此他不会像对待一个消防栓一样对待我。

金融危机发生已经快两年了，而我一直是一个官方的笑柄。但是压力测试后另一件有趣的事情发生了：这场危机开始消退。

一个月后，我向奥巴马报告金融系统的进步，10家主要需要融资的大型公司在没有政府额外帮助的情况下，通过普通股募集了660亿美

元，仅仅留下了一个90亿美元的缺口。我们相信除了通用汽车金融服务公司之外，所有的公司都有可靠的计划通过私人市场填补资本窟窿。我们对是否要以及如何国有化主要银行进行了针锋相对的争论，但问题资产救助计划基金的减少使我们极度失望，国会能批准更大金额的前景也很悲观，因此这些辩论看起来毫无意义。我们不再认为金融系统需要更多的政府救助。我们当然不认为有另一个问题资产救助计划基金的必要。

就如卢·亚历山大曾经预测的那样，批评者指责我们掩盖了银行更深层次的问题，讲述了一个市场不会相信的欢乐故事。“这并不是一次严格的审计。”克鲁格曼在压力测试报告公布的日子写道。但这的确是一次严格的审计，每个人都可以看到其透明度。撇开相对良性的假设失业率，压力测试假设了一个为期两年的高达9.1%的贷款损失率，高于大萧条时期的峰值率，并远远大于其后的任何时期。压力测试中最终的测试是私人投资者是否会承担风险将新的资本投资于银行，他们会这样做并且规模令人印象深刻，这推动那周美洲银行股价上涨63%，花旗银行上涨35%。更广泛实体经济市场也感到放心了。股市的“恐惧指数”下降到自雷曼倒闭以来的最低水平。银行间拆借利差也如此，因为银行变得不再那么惜贷。

2007年的秋天、贝尔斯登倒闭前的冬天以及倒闭后的春天，恐慌有所暂缓。但从未有真正意义上的稳定。现在几乎每一个财务指标朝都着好的方向发展。在一周的压力测试中，六大银行的信用违约互换价格下降了1/3。当结果出来之后，金融类股票指数自3月初触底以来翻了一倍多。由于我们的战略变得清晰，普遍国有化的担忧开始消退，信心重回金融系统，信心也变得越来越稳定。金融系统再次变得有投资价值了。

有些人觉得这多半只是好运。我的团队一直怀疑银行系统比它看起来更有偿付能力，但是我们也没有办法确定，如果压力测试揭示了灾难性的问题和难以控制的资本短缺，它也可能适得其反。但测试是艰难的、透明的和精心设计的，这有助于减少市场的不确定性。我们承诺将问题资产救助计划的资金注入银行，结合联邦存款保险公司担保的金融负债和我们对公众许下的不再有类似雷曼事件发生的承诺，提振了关于我们站在背后支持整个金融系统的信心。随着总统的财政刺激计划，美联储的货币政策刺激，定期资产抵押证券贷款的便利已恢复消费信贷，以及公私合营投资计划的资金恢复了有毒抵押贷款资产市场，我们发出

了一个协调一致的信息，我们将采取一切必要措施解决我们的危机。通过要求银行持有足够的资本来应对经济萧条，我们使得萧条更不可能发生。

现在市场逐步稳定。在金融危机中，当人们认为情况不好，事情就可能会变得很糟糕，但人们一旦认为事情会变得越来越好，这同样也可以自我强化。6月初，银行已经自主筹集这么多资金，我们宣布将暂停我们最初计划的用公私合营投资计划基金购买不良贷款，虽然已经用它购买了少量的不良证券。与此同时，美联储的紧急流动性计划曾在2008年年底的最高点时向金融系统注入1.5万亿美元，也将在夏末降到4 000亿美元以下。这些项目普遍被认为是赠予，当恐慌有所缓解时，借款人通过这些项目的借款被设计得很昂贵，所以商业银行、投资银行和商业票据的发行人有意愿尽快偿还美联储的贷款，在机会显现时赶紧撤离。

我们也允许最大的9家银行偿还问题资产救助计划为其提供的670亿美元并退出这一计划，这是市场正常的一个更为强大的信号。在3月份的白宫银行家会议上，杰米·戴蒙带来了一张假的250亿美元支票，他以一种傲慢的方式表明，摩根大通不需要我们的帮助，但是在压力测试明确它们需要多少资本以及是否可以私下筹集之前，我们拒绝这些公司返还资金。当时我们担心的是，即使在压力测试后，允许一些银行偿还贷款有可能促使没有偿还贷款的银行发生挤兑。6月，这些担忧已渐渐消退。

对摩根大通、高盛和摩根士丹利这样的公司来说，还显然是一个好消息，它们必须摆脱问题资产救助计划带来的污名，以及由于参与其中而受到的诸如薪酬、股息、高昂的公司招待费的限制。但这对纳税人也是好消息，他们获得的近60亿美元的利润来自这9家公司。这对金融系统来说也是好消息，加大问题资产救助计划的力度，以防出现新的待处理问题，比如商业地产或市政债券市场。我在总统办公室与拉瑞和总统会面时开玩笑说，问题资产救助计划现在有足够的现金来重组通用汽车和克莱斯勒。

“别担心，总统先生,”我说，“银行会支付拉瑞的汽车损失。”

这最终成为现实。问题资产救助计划中银行资本项目最终的回报，是纳税人重组通用汽车和克莱斯勒所花费成本的两倍。

压力测试的成功是令人鼓舞的，但在那个时候，我们见过太多虚假的希望曙光，这也让我们提高警惕。危机仍渗透进整体经济，造成各种各样的危险。有一天，我接到一封来自吉恩·斯珀林的邮件，他警告我，加州这个世界第八大经济体（如果算作独立国家）将无法发行170亿美元的债券来偿还债务。“加州危机可能是真实的。”吉恩写道。他建议我们使用问题资产救助计划为加州和地方政府创建房利美式的企业。但我们认为我们没有合法权力，且实际情况复杂艰巨，国会也敌视拯救这些州的想法。最终，我们决定不去尝试，加州不得不暂时给其雇员打白条。

压力测试真的很有压力

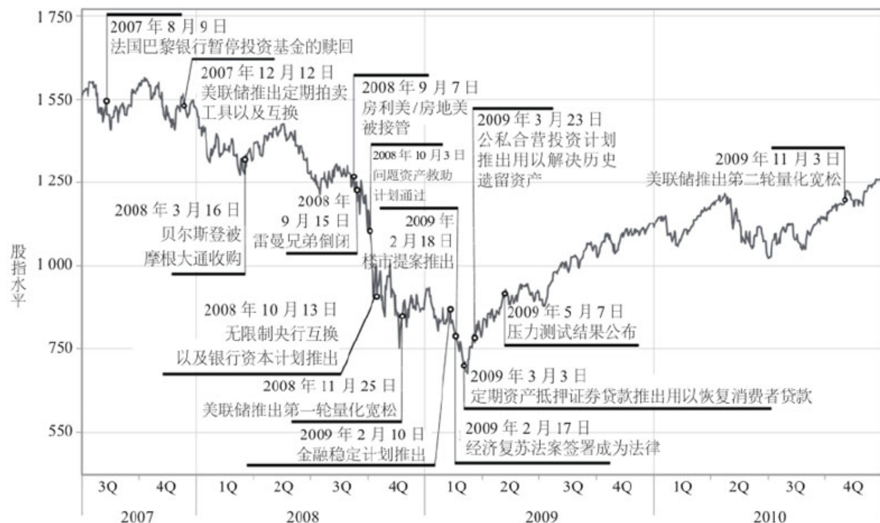
商业银行两年贷款损失率



图中上部的虚线——包含在美联储公布的压力测试结果文件中——显示了压力测试假设银行贷款损失率超过大萧条时期。或许也会超过任何时期，这一严酷的假设有助于说服投资者这次测试是可信的。

恐慌与拯救

股票市场表现——标普500



标准普尔500 指数尽管不完美，但体现了金融危机中的动态变化。在2008 年秋天，我们采取了一些非凡的行动后，市场仍然持续恶化，直到经济复苏法案出台、压力测试及2009 年其他金融刺激方案实施后才有所反弹。

全球对美国经济实力的信心严重动摇。春天，当我到大学期间留学的北京大学进行演讲时，一位学生问我，中国投资的美国政府债券是否安全。我说这些资产是绝对安全的。在危机期间，全世界的投资者投资国债以寻求庇护，因为国债被认为是世界上最安全的投资。但我的保证只换来了年轻观众们的讪笑声，这也实实在在地体现了美国的衰退有多么严重。

6月9日，梅格·麦克康奈尔给我发了封很长的邮件，担心一系列的危险仍然威胁着金融系统：越来越多的个人和企业破产，高企的商业地产空置率，持续疲软的各家欧洲银行，等等。“如果你仔细想一想，情况是很吓人的。”她写道。梅格对于任何情况都能看到黑暗的一面，虽然我并不像她这样担心瑞典银行对拉脱维亚汇率的风险敞口，但我赞成她的主要观点：尽管我们预防出现不良结果的干预措施已经打破了恐慌循环，但全球经济仍很脆弱，如果我们开始允许之前承诺要避免的糟糕结果出现，那么恐慌可能会再现。

“情况可能依然非常不妙。”她写道。

7月，我们和CIT集团（CIT Group）进行了一个测试案例。CIT集团是一家中型商业银行，2008年年末从问题资产救助计划中获得了23亿美元，现在已经面临严重的流动性问题。CIT集团恳请美国联邦存款保险

公司和美联储进行一些救济，但希拉断然拒绝，她认为CIT集团无法维持下去，并且也不是系统中的重要银行。对于CIT集团的崩溃不会使系统动摇这一点，我在财政部的同事则没有希拉这么有信心。周五，在CIT集团能否生存都值得怀疑的时候，我们的危机应对团队在周末进驻CIT集团并制订有效的救援计划。但该公司的首席执行官显然不那么在意，那天下午他突然挂断了与李的电话，因为他要赶飞机去楠塔基特岛度假。我们仍记得拉瑞的格言："你的要求不能比他们自己的更多，皇帝不急太监急。"意思是说，拯救那些不愿自救的人，最终的结果就是失败。

CIT集团的规模还不到贝尔斯登的1/5，回购和衍生品市场参与的也少多了。不过，李非常担心，如果这个国家最大的小型企业贷款人在收到问题资产救助计划资金后仍然倒闭，这不但会影响经济，还会传递出不好的信息。但希拉认为金融系统可以自己搞定，并且有效的救援计划也需要经过她批准。联邦存款保险公司正式拒绝了CIT集团的援助请求，迫使该公司找到一项高成本的私人贷款，实际上基本走向了破产。

这一次，市场似乎同意希拉的观点。CIT集团的倒闭几乎没有使市场失去信心，尽管其破产给纳税人造成了23亿美元问题资产救助计划投资的损失。李说，就在那一刻,他觉得危机落幕了。

我仍然希望我们保持警惕—始终思考着卡巴克所谓的"坏房间"的样子。我让我的团队把"情况恶化后的政策选择"文件摞成一摞，其中包括各种各样的可怕场景。我们没有逃离丛林险境，这会影响总统即将面临的一个重要而微妙的人事问题。

伯南克的4年美联储主席任期于2010年1月到期，但我们需要在此之前提名并确认另一个继任者。早在2009年夏天，我和总统开始计划这一任命。他说他想要任命拉瑞。他感到与拉瑞共事比较舒服。我知道拉瑞也想从事这份工作并希望得到这个工作。总统和我都认为他是很杰出的。

但正当讨论伯南克继任者的人选时，我们还讨论了这是否是正确的选择时间—对美联储和白宫来说。我们仍然处于一个脆弱的时刻。总统仍有一个雄心勃勃的经济议程。随着我们的交谈逐步深入，总统说连任可能是个不错的主意。

我知道总统身边的那些人，他们会反对让共和党人继续担任如此重要的经济方面的工作。但伯南克在抗击危机中做出了杰出的贡献，信守了他对公众的承诺—尽其所能以避免经济再次萧条（大萧条2.0版本）。他通过第一轮量化宽松政策主持了一项创新的实验，购买了1.75万亿美元的美国国债、高质量的抵押贷款证券以及房利美和房地美的债务，以对经济提供额外的支持。我跟他几乎每天都联系，我不确定历届财政部长和美联储主席之间的关系是否也如此紧密。

抛开我们对金融战略的争论，我认为作为顾问对总统来说，拉瑞是无价之宝，基辛格也曾说过，他是应该在白宫有一间永久办公室的可怕的魔鬼代言人。拉瑞从不试图隐瞒自己的观点，但他也能接受别人的观点，即使他并不总是有礼貌地对待他所发现的缺陷。我们的经济团队内部肯定有一些紧张气氛，有些人对拉瑞和我的摇摆不定有些怨言,有些人则抱怨拉瑞的会议最终演化成毫无重点的研讨会。我以前也参加过很多高雅的政策会议，书面议程提前分发，但正式演讲却空洞无物。我认为拉瑞召开的看似混乱、冗长、空洞的会议，大都形成了更深层次的思考和更好的决策。

我告诉总统，我认为目前的计划运作得很好，我说这似乎不是美联储换届的好时机。总统倾向于让拉瑞继续留在他身边，而伯南克继续留在美联储的想法。我向伯南克表明了总统的想法，欲邀请他到白宫椭圆形办公室就职，伯南克说他愿意留下来，虽然他不知道自己是否能任满一届。他累了，最严重的危机似乎已经结束了。总统希望伯南克连任的想法明确后，拉瑞感到很失望，但我认为他也知道这不是换届的理想时间。他也累了，考虑离开领导层。但拉姆、总统和我都劝说拉瑞留下来，他最终同意了。

我们仍然需要所有人手就位。我们松了一口气，金融大火逐渐熄灭，金融市场逐渐复苏。在金融危机期间，美国人的储蓄蒸发了，现在他们的损失得到了补偿。但是我们金融工程的主要目标一直是复兴更广泛的实体经济，布衣街的日子仍然非常艰难。我们可以从数据上看到早期的经济增长迹象，但人们并没有在实际生活中感受到。

***

经济紧缩造成企业裁员，从2009年5月到8月，大约每月裁员30万

人，这是非常可怕的。但相比此前6个月，失业率只有不到原来的一半。经济学家后来把20世纪30年代的大萧条末期与2009年6月相提并论。金融系统仍然是残缺不全的，但它似乎不再继续破坏整体经济。经济复苏法案正在向整体经济注入现金。虽然GDP仍然在第二季度萎缩了0.4%，但与第一季度5.4%的萎缩相比，又有了明显好转。虽然共和党人嘲笑刺激计划是“援猪”（援助和猪的复合词），一个大政府的百宝囊，但减税政策和政府投资显然有助于防止事情恶化。

不幸的是，“事情恶化速度慢得多”并不是一个令人信服的信息。同样的，“如果我们没有采取行动，事情就会更糟糕”，这样的信息也不能令人信服。负面的事实也很难鼓舞公众。所有人都理解的一个经济统计数据是失业率，这恰好是严重经济衰退之后的一个滞后指标，其也落后于经济增长的复苏，因为企业还在观望改善是否真实。夏天快过去的时候,尽管失业放缓,但失业率已飙升到令人毛骨悚然的9.6%。

即使是轻微的金融危机，也会让经济在复苏过程中产生可怕的损失，而这显然不是一场轻微的危机。我们知道，我们的政策控制了这场危机的血腥程度和规模，所有数据也证实了这一点，但是美国人民能感觉到和看到的只是危机。总统的支持率在他执政的前几个月维持在60%以上，到了夏天降至50%，并且支持率再也没有真正回升。

即使经济复苏的征兆越来越明显，但我们还是面临一片乱局。例如，美国国际集团在第二季度盈利，这是另一个有力的积极信号。但在首席执行官埃德·李迪从1美元年薪的职位上退下来后，很快就有媒体报道称，他的继任者、大都会人寿前首席执行官罗伯特·本默切（Robert Benmosche）任期的第一个月大部分在克罗地亚葡萄园度过。然后，本默切将一位记者邀请到他位于亚得里亚海岸8 000平方英尺的别墅，并声称其700万美元的薪酬补偿计划是“最低端”的，且抱怨“暴民们”抗议AIG的奖金，并嘲笑我们的经济政策于事无补。那年夏天，我们听到很多右翼批评大政府干预行为，但我们没有料到会从新招募的干预措施最大受益者的管理人那里听到这些抱怨。事实证明，本默切是美国国际集团一位强势的首席执行官，但当时他好像比小说情节更离奇，这让我们极为难堪。

我们仍然生活在这样一种普遍共识中，认为奥巴马总统拯救了纵火犯。阿克塞尔罗德和吉布斯在一次白宫会议上甚至表示，美国人民对政府的愤怒是可以理解的，因为我们为银行提供了数千亿美元。我提醒他

们，奥巴马政府并没有给大型银行任何新增款项。我们迫使他们筹集私人资金。但是如果连总统的最高政治助手都认为我们将更多的现金注入了华尔街，那么普通美国人会有多大的可能性理解其中的区别呢？　　左翼、右翼和一连串的政府监管者批评了我们的奖金和救助计划，而事实上几乎没有人承认金融系统和经济已经趋于稳定。

7月，当问题资产救助计划的特别监察长，前检察官尼尔·巴罗夫斯基（Neil　Barofsky）发布了一份报告，宣称政府的危机干预措施使纳税人的23.7万亿美元面临潜在的损失，新一轮的愤怒爆发了。美国政治新闻网指出，这一数字超过了美国的GDP，超过了通货膨胀调整后美国曾参与的任何一场战争的成本，大概是美国宇航局探月使命计划成本的100倍。

用来衡量美国政府介入担保的市场规模，这个数字大致正确，也是对于我们成功部署优势救援力量所取得效果的一种意想不到的赞美。但用于衡量潜在损失，23.7万亿美元显然是荒谬的。损失若要增大那么多，要求房利美和房地美支持的所有抵押贷款违约，那些抵押贷款背后的每幢房屋价值为零，每一家收到问题资产救助计划资金的美国银行都倒闭。而然，这23.7万亿美元的说法随着电波广泛传播，给我们的批评者凭空提供了一个谈资。如果这一说法不是如此具有破坏性，这的确可以一笑而过。

监督至关重要,尤其是关系到纳税人的大笔资金的时候，并且对于政府向联系紧密的私营企业注资的怀疑论也逐渐浮出水面。但巴罗夫斯基防止背信弃义的愿望没有被金融常识或经验所玷污。他认为我们的阴险动机是不言而喻的，就像我们曾经帮助银行的行动仅仅是为了好玩儿和利润，而不是为了拯救疯狂肆虐的金融危机。他对每个项目都感到很愤怒，对条文不感兴趣，对取得的成功无动于衷，也没有被检查替代方案所困扰。他会雇用一个团队来审查问题资产救助计划。这个团队几乎和我们管理不良资产救助计划的团队同等规模，他要求为其反欺诈部队配备枪支和防弹衣。无论是巴罗夫斯基还是他装备精良的团队，都没有后续报告解释为什么问题资产救助计划的银行投资纳税人实际成本是0，或者为负，比0小。事实上,因为它们给纳税人带来了巨额利润。汉克·保尔森在我们工作期间曾两次向我道歉—一次是因为最初未能说服众议院通过问题资产救助计划，另一次是因为把巴罗夫斯基留在我身边。

不仅仅是监管机构加深了公众对危机和救援计划的绝望。这是一个

属于茶党的夏天，草根保守派集会反对总统的极左倾向、债务剧增、扼杀自由的政治议程。我曾开玩笑说，我应当为茶党运动的诞生负责，因为里克·桑特利在CNBC节目上的一番咆哮是对抵押贷款修改计划的回应，而茶党运动初始关注的焦点就是金融救援。但是党派运动很快演变成反奥巴马和反政府怒火的集中清算地，他们对于经济刺激计划、医疗改革、税收、支出和债务感到愤怒。

有时，我很想知道，这个新成立的右翼党派对于财政纪律的热情在布什当政期间到哪里去了。资金没有着落的战争、减税和新的处方药医保，这些早已把克林顿时期的财政盈余挥霍一空。相比之下，奥巴马的医改包括旨在控制威胁美国财政未来的不断上升的医疗成本改革。国会预算办公室估计，这将从整体上减少未来的赤字，尽管补贴扩大了医疗保险范围。话又说回来，原来茶党抗议的是一个未经选举且擅自提高税收的国王，而奥巴马是民选总统，并且主张降低税收，所以一致性并不是真正的关键所在。

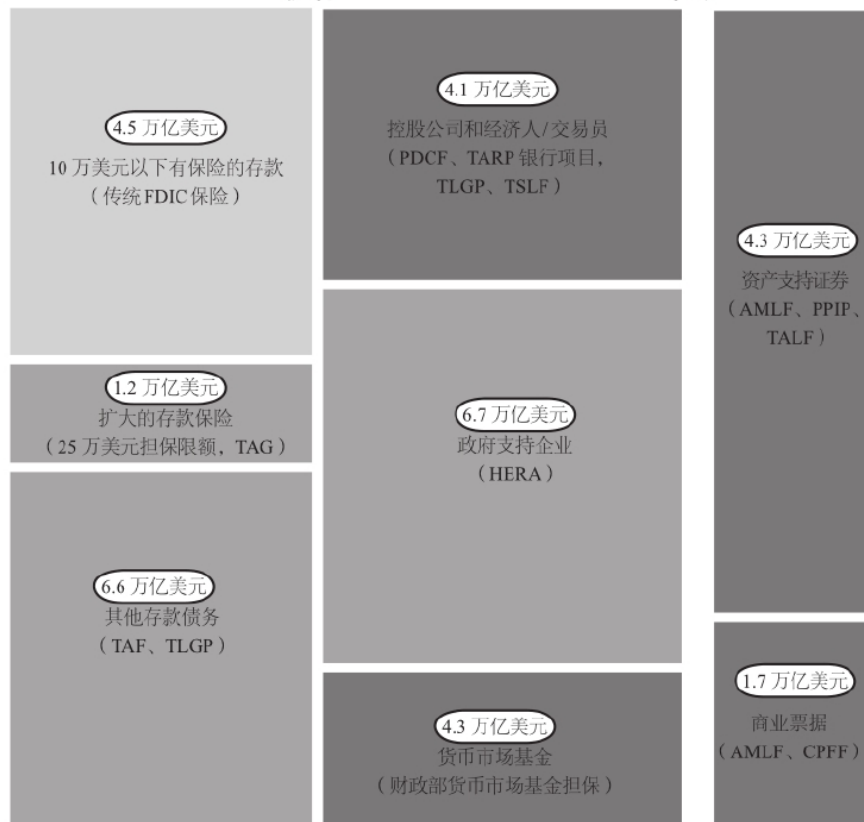
茶党的崛起反映出共和党长达数十年来一直向右翼靠拢，并且愈演愈烈。我认为我们从未期待会有许多共和党人与奥巴马总统合作，尤其是在他们步伐一致地反对经济刺激计划时，但是我们仍然低估了他们对反对行动付诸的不懈努力和产生的影响。我把总统看作温和的、市场导向的民主党人—如果不是的话，他不会选择拉瑞、拉姆和我—但是共和党人则把他看作怒目而视的左翼，华盛顿的共和党人对此已达成共识。我不知道有多少人真正相信总统在把这个国家变成一个社会主义的反乌托邦，又有多少人仅仅是害怕茶党主要的挑战，但是这些都不重要。在经历了2006年和2008年选举失败的痛苦后，反奥巴马的大旗将他们结合在一起。

我记得当我第一次作为财政部长去北京时，大使馆的工作人员打电话告诉我，来自伊利诺伊州的马克·柯克（Mark　Kirk）—美国国会里为数不多的名义上的温和派共和党人—刚刚与中国官员举行了一次不同寻常的会议。柯克建议中国官员不要购买美国国债或其他美国公债，并警告他们，我们的支出推动美国走向违约，而美联储创造了恶性通货膨胀。我简直不敢相信。这不仅是对恐惧的妄想，而且损害了美国在海外的利益。我在他离开中国的路上打电话给他，解释说我们有一项崇高的政治传统，那就是他不该在海外批评美国—也绝对不该说美国会在债务上违约。但是党派的政治斗争不存在楚河汉界。

在国会不可能实现真正的两党合作，这意味着总统必须获得民主党的支持，如果他想通过所有议案的话。尤其是在参议院，共和党人正在惊人一致地阻挠议案通过，他们阻挠任何需要60多票才能通过的议案。2009年下半年，民主党只有60位参议员，这导致了私下牟利交易的产生，例如内布拉斯加州的参议员本·尼尔森（Ben Nelson）称奥巴马医改的投票为“内布拉斯加回扣”。但随着总统的政策变得不那么受欢迎，许多民主党参议员开始保持距离。来自共和党州的温和派也不想看起来像个大买家。自由主义者认为我们在支出方面受到的限制太多，和华尔街走得过于近。随着共和党人的一致反对，我们越来越难以在国会通过任何议案。

华盛顿的僵局常常被归咎于总统，但我认为奥巴马在国会两极化的情况下达成的协议数量仍然很了不起。我发现，大部分对他作为领导人效力的批评—尤其是来自那些不需要面对阻挠议案议员的CEO—反映出他们对宪法强加于华盛顿的权力平衡存在的误解，行政权力在实施经济政策上的限制，以及坚定的反对派拥有足够票数阻止议案通过所形成的约束。我认为他聪明、体贴、勤劳、苛求（但不严酷）、自信（但不过分）、无比的实用主义，且不太在意短期的政治成本。他事前做足功课。他会倾听。他善于授权。一些人觉得他很有距离感，高高在上，但是我能感到他的侠肝义胆、丰富的情感以及冷幽默。奥巴马对我母亲特别好，而她送了一块来自海角的幸运石给他。他并没有被弄巧成拙的决策或者如潮的恶评所吓倒。他把逆境处理得非常好，这很幸运，因为他经历过很多这样的困境。

金融援助的范围
市场规模和危机反应



一系列的危机应对计划直接或间接地为公司和市场金融提供支持，总负债约30万亿美元。为了项目的多样性，有必要扩展一个安全网来对抗恐慌，需要广泛到足以支持机构和市场最关键的经济增长。这张图没有完美地表明计划的范围和多样性，由于支持的重叠性，部门间有重复计算。

数据来源：联邦存款保险公司、美国联邦储备局、美国财政部，以及公司档案［2008年6月30日数据；政府支持企业仅包括房利美、房地美和联邦住房信贷银行，不包括其他政府支持企业或者吉利美（Ginnie Mae，美国政府国民抵押协会）］。

当然，他是凡人。但有时候我觉得他将沮丧表露得过于明显。他怀有一种过于乐观的信念：因为他的动机和价值观是美善的，因为他的团队是好学深思且善意的，所以我们理应被这样看待。但这些对总统的批判并没有说服力。我可以感受到他与华盛顿权势集团之间保持的距离。我喜欢他无畏的抱负、扩大无限可能的本能，以及他实现民主党基本目标的同时，也愿意挑战其民主基础的努力。他一诺千金，专注于他承诺的宏图伟业。当总统遇到政治困难时，华盛顿官场不可避免地争论这个问题是否是他的坏政策、坏消息、坏个性，抑或是坏领导所导致的，但我不认为那个茶党运动和随后的经济瘫痪与奥巴马总统有关。

我们面临的主要问题是一场恶性危机带来的经济下滑。失业率为9.6%，并且这一数字仍在上升，所以我们的措施看起来没起作用。《每日秀》的主持人乔恩·斯图尔特（Jon Stewart）在一次节目开场时讲了一个故事，故事讲的是一位房主从韦斯切斯特搬到华盛顿，但却没法出售他的房产："我们都知道经济，嗯，很糟糕。"这位房主指的就是我。

"等一等，蒂莫西·盖特纳负责把我们的经济从屎盆子里捞上来，难道他卖不掉自己的房子吗?"记者约翰·奥利弗（John Oliver）假装担忧地问。"没错。"当地的房地产经纪人回答道。"哦，上帝。"奥利弗气喘吁吁地说。他花了很大篇幅嘲笑我儿子浴室里蓝色瓷砖的照片，仿佛建议他们应该取消我公共服务的资格。

当卡罗尔和爱丽斯在家里为她的高中毕业晚会准备布朗尼蛋糕时，奥利弗和他的团队则出现在房外取景。她们一直被困在屋子里，直到奥利费离开。她们都很难过。尽管《每日秀》是我最喜欢的电视节目，对他们的节目而言，我肯定也会是一个合理目标，但我很生气他侵犯了我的隐私。我非常讨厌嘲讽牵连我的家人。爱丽斯就要高中毕业了，我也讨厌我的工作让我在2008年离开家、离开她这么久。

随着金融危机开始退潮，我的恐惧和焦虑演变成麻木、疲惫和愤怒。我感觉非常苦恼。我记得晚餐时我与好朋友乔希·施泰纳讨论恐惧和愤怒哪种情绪更难处理。他在克林顿政府财政部工作时曾受到政治攻击。他说，愤怒使人更难集中注意力和洞察力，对此我表示赞同。我总是很善于化解恐惧并专注于我的工作，努力保持平静的形象，但是我却不得不有意识地努力避免自己被愤怒吞噬。

2009年剩下的日子里，经济继续运行在复苏的轨道上，也就是说，就业岗位减少的势头已经放缓—9月和10月就业岗位流失量下降到每月20万个，而11月和12月则平均每月少于10万个。经济实际上在夏季开始再次增长，并在第四季度增长到令人印象深刻的3.9%，且房价稳定。2008年12月,美国银行和富国银行偿还了全部TARP资金，花旗银行也偿还了大部分欠款；当年年底，我们收回大约2/3的银行救助计划的联邦支出。我终于相信，美国的金融危机已经结束。

媒体似乎已经认识到这一点，尽管媒体在报道中很少使用被动语态，仿佛这场危机很简单地自然而然地结束了。你会非常吃惊地看到，那些负责审查TARP的重叠的政府监管机构，如何将严重警告的内容从

我们的投资会让纳税人承担巨大的损失，迅速转变成对我们没有确保纳税人获得足够利润回报的狂热抱怨。在秋天与4个主要问题资产救助计划监管机构召开的一场会议上，他们挤在财政部的大型会议室里，显得非常多余。我告诉他们，我们计划尽快把政府的钱收回来，并且不再需要他们了。他们似乎没有我这么开心。

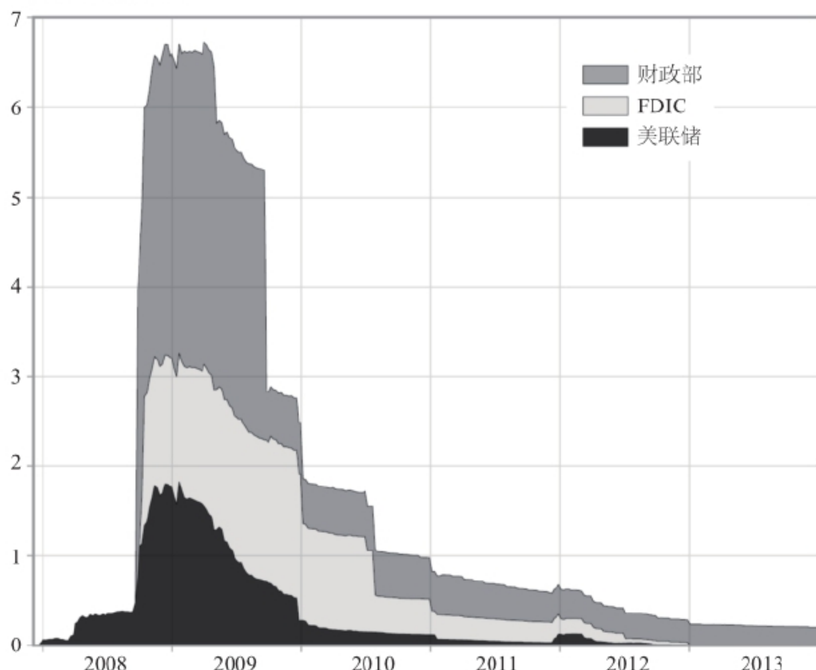
幸运的是，形势尽可能快地稳定了下来，但这并不意外。我们已经把2008年的挫折和曲折甩在身后了，最后采用了优势力量来全力支持金融系统，最终消除了出现另一个雷曼或华盛顿互惠银行的灾难性风险。我们消除了花旗银行、美国银行、房利美、房地美，甚至是美国国际集团的隐患。我们通过压力测试做了一个可信的承诺，进行资本重组使之在类似大萧条的损失中得以生存下来，如果有必要，也可运用政府力量，使大萧条不太可能发生。我们已经为信贷市场和公私基金提供了新的担保，以购买不良资产。并且通过使金融系统变得再次值得投资，我们减轻了参与救援的纳税人的负担。我们顶住了压力，拒绝公司过早清算或国有化，即使一些聪明人认为我们是在敷衍了事。

杰瑞米·斯坦曾和拉瑞共同致力于推动更加积极的联邦政府干预，那年夏天，他对李和卡巴克说，银行系统一直比他预想的要好，而且我们将压力测试进行到底是很正确的。

“我们错了。”斯坦说。他很大度，但市场对压力测试的反应也让我们大吃一惊。

我们对金融系统的修修补补不会让情况自己好起来。美联储量化宽松货币政策和经济复苏法案带来的财政刺激共同发挥了作用。这些都是必要的，也是相辅相成的。它们支撑房价、股票市场和整体经济，打破了房屋损失、金融损失和经济损失之间互相追逐的恶性循环。它们帮助市场恢复信心，家庭和企业得以再次开始消费，所以现在不再有必要、有理由盘腿坐下来为世界末日的到来做准备。我们的国际工作也对全球经济产生了强大的影响，恢复贸易融资，防止了会加剧和延长大萧条的竞争性货币贬值和贸易保护主义。

非同寻常的承诺，但不会持续太久
政府在金融危机期间的承诺



我们对金融系统的直接承诺——由担保、注资,贷款和其他支持所组成——在高峰时近7万亿美元。进取精神以及对我们反应的构思帮助我们迅速地结束恐慌和退出这些计划，给纳税人提供了可观的回报，并极大地提振了经济。
资料来源：联邦存款保险公司、美国联邦储备局和美国财政部。

但我们在无情的媒体对我们工作的负面报道中开始看到一线曙光。阿克塞尔罗德在一封邮件中说《纽约时报》的右倾专栏作家戴维·布鲁克斯（David Brooks）刚刚告诉他，我是政府的“无名英雄”。“开始唱歌了!”阿克塞尔罗德写道。布鲁克斯确实写了一个专栏，采用编年体记录了一些从今年早些时候开始的伟大时刻，在结论中得出“过去8个月的证据表明，盖特纳是正确的，而他的批评者大多是错误的”—这是一篇发表在《新共和国》杂志上的文章，题为“盖特纳灾难”，为此《华尔街日报》调查了49位给我不及格分数的经济学家。

然而，美国国内占主导地位的问题仍是失业人口，失业率在10月份达到了两位数。空气里弥漫着浓烈的民粹主义的指责，其中许多直接针对我，将我们的所谓对华尔街的慷慨与我们对布衣街大众的冷漠进行对比。在国会和媒体中，一个由保守派共和党人和自由派民主党人组成的独特混合体开始呼吁我辞职。巴罗夫斯基在11月份火上浇油，他写了一篇有偏见的报道暗示我们应该对AIG的交易对手进行资产减值处理，文

中没有解释我们如何可以通过扬言违约来获得对方的让步，却不会引起全球金融系统崩溃并引发第二次经济大萧条。巴罗夫斯基在他的报告中承认，我们担心美国国际集团的合同实施违约会加速恐慌“是合理的担忧”，但这并不妨碍他加以谴责。

在我担任财政部长期间第67次出席国会听证那天，我与凯文·布雷迪（Kevin Brady）在巴罗夫斯基的报告出炉后展开了一次令人难忘的交流。他是联合经济委员会中来自得克萨斯州的共和党成员。布雷迪开始接二连三地讲话，要点是：实行经济刺激计划后为何美国的工作岗位仍在流失，而实际上经济刺激计划已经减缓了工作岗位的流失；我们失控的开支加剧了财政赤字，而事实上我们接手的时候财政赤字就已经创纪录；世界正准备弃用美元作为储备货币，但这个消息是假的；商业投资因为担心医疗改革和增加税收而减缓，并不是因为我们刚刚经历了一场历史性金融危机。

“美元实际上是因你而失败了。”布雷迪说。他是美国商会前高管。“保守党都认为你作为关键人物是失败的。自由主义者也正在达成共识……你会辞掉你的职务吗？”

我通常都遵循着忍让国会咆哮的原则，这次我仍然尝试着以平时冷静文明的态度作答。“国会议员，能服务于本届总统是一份殊荣，我很高兴能有机会解决困扰你的一系列担忧。”我决定让他的咆哮得到解答。

“但关于你说的我几乎都不同意，”我接着说道，“我对你提供的建议表示欢迎，但你留给本届总统的是：美国的经济处于峭壁边缘、美国储蓄的价值减少近一半，以及数千万的美国人失去工作，我们看到的是几代以来最严重的一场金融危机。”

布雷迪对我在实行经济刺激计划之前经济瓦解，以及实行之后经济开始复苏的观点大肆嘲讽。

“那个计划创造了千万亿个新的工作岗位，对吗?”他嘲讽道。

“国会议员，这只是一个基本事实：一年前，美国经济以6%的速度在下降。”我回答说。事实上，下滑速度已经超过8%，但是我们那时还不知道。“我们每个月流失75万～100万个工作岗位，这一进程正在加速，并没有放缓，直到新任美国总统上任。”

布雷迪看起来对我用事实作答感到很沮丧。他没有同样用事实做出回应。

“部长先生，公众对你做这项工作的能力已经失去信心，”他宣称，“这一点也体现在你们的总统身上。”

“你们的”总统。这已经说明了一切。我试图解释我们艰难的抉择如何帮助美国经济避免了灾难，共和党执政8年的不负责任，如何让我们的工作难以开展。布什总统继承了5.6万亿美元的10年期盈余，为何在他离任时留给奥巴马总统8万亿美元的10年期赤字。但对共和党中的茶党来说，任何“我们的”总统所做的事都是令其厌恶的。

“你必须为你的决定负责。”布雷迪仍在继续。

“我对任何我参与的事情负责，”我回答说，“我不能忍受的是将危机作为遗产留给这个国家。”

“这是你的预算!这是你的援助!这是你的刺激措施!”他回击。

“我很荣幸并很高兴对此负全责。”我回答道。

正是在那个时候，花旗集团前首席执行官桑迪·威尔说我需要放松一下。他说我似乎需要一次按摩和度假。

经济复苏法案提供了至关重要的财政刺激计划，并将在2010年继续向经济注入资金，但它不足以弥补这一危机在美国经济产出上撕裂的缺口，或者是州和地方政府支出的极端收缩。我们需要更多的刺激。

总统经济团队的每个成员都认为，克里斯蒂娜·罗默和贾里德·伯恩斯坦—当然，有时还包括拉瑞—是最直言不讳的。那年秋天，我们的大部分会议都在策划如何设计我们的下一轮经济刺激计划。我们都知道罗斯福新政。在早期凯恩斯主义取得成功之后，罗斯福过早放弃了财政扩张政策，扼杀了1937年的经济复苏萌芽，他试图平衡预算而当时仍有大量失业人口。没人想要重复这个错误并导致经济再次衰退。我们都在试图抵消历史性的个人需求下降。我并不热衷于经济复苏法案的每一个条款，但它的主要组成部分—减轻工人税负，一项临时扩张的安全保障措施，援助资金短缺的州和对道路、污水处理、医疗科研的投入—把我们从深渊拉了出来。

不幸的是，“刺激”已经成为美国政治的一个肮脏的词汇。两位数的失业率使得对经济复苏法案的感性认识与现实了解之间的这道鸿沟不可避免。在工作岗位减少时，经济刺激计划就相当于一个就业法案；我们坚持认为这避免了更糟糕的痛苦，虽然如此，但对处在痛苦中的人来讲，仍旧不令人信服。共和党人呼吁立即大规模削减开支，并试图把自己塑造成赤字鹰派，且对公众宣传令人不安的上万亿美元的赤字和不耐烦的经济慢速复苏。许多民主党人也不愿支持有可能被描述为是“刺激”的30秒政治攻击广告。公众也对这样的想法持怀疑态度：当家庭和企业勒紧裤带时，我们的政府应该从中国借更多的钱，这样我们就可以放松我们自己的裤腰带。

那年秋天在我们的内部辩论中，我们没有花很多时间去争论一个巨大的“第二个刺激计划”。拉姆和总统的立法人员明确说明国会对此毫无兴趣。我们专注于一个更温和，但仍显著体现出经济复苏法案的扩展项目，以及建议新的减税和基础设施支出。我认为最合理的和负责任的立法策略是短期刺激政策建议与建议中期赤字削减——圣·奥古斯丁方法的财政简洁版，只是不适用于现在。一个“纯刺激计划”，也就是更多的钱而没有相应的抵消削减或一个可信的计划来减少赤字，我认为要求通过这样的计划将会是浪费时间和政治资本。但是拉瑞警告说，在这样的严重衰退期间出现支持削减赤字的表现，将被视为1937年式的支持紧缩，是对凯恩斯主义经济学的不战而屈。他得出了一些有远见的论点，我们最终会得到我们不想要的预算削减，而不是我们需要的刺激。

在这些内部辩论中，我通常是财政鹰派，认为我们需要向世界展示我们会解决那些不可持续的长期财政路线，尽管我们推动了更多的短期刺激。那年冬天我告诉拉瑞，我们需要赶在通货紧缩的狂热之前。我认为我们应该尽量把辩论框定在提出一个长期的财政计划，包括福利改革措施来将医疗保险和社会保障置于更可持续的路线上。他说，对验证紧缩的论证将是一个愚蠢的举动，这会疏远我们的民主党盟友和浪费时间，因为共和党人不会合作。对在国会创建一个跨党派赤字削减委员会的计划我有一些同情，虽然这可能不明智，却似乎值得一试。

但我不是一个节欲紧缩派。我是一个奥古斯丁派。我不想踩下经济的刹车。或许很天真，但我只是想表明我们在未来踩下刹车的意愿，希望会给我们一个更好的机会去说服国会让我们现在能踩着油门。我记得在政府早期，拉瑞对总统下令削减　1亿美元预算的白宫事件感到震惊，

拉瑞认为这是在总需求消失时制定经济政策上的玩忽职守。虽然这一事件的戏剧性转变非常透明—1亿美元是联邦预算的舍入误差—我觉得表示与普通美国人一致担心政府浪费是合乎情理的，但我认为我们需要做更多的短期刺激计划。

我相信推动一项削减赤字的长期计划是重要的，但我从来没想过这一优先级别会高于经济增长；事实上，我不认为我们可以在没有振兴经济的前提下削减未来赤字。大萧条式的税收收入萎缩和临时保障支出的增加，是我们当前财政失衡的主要驱动因素。只有当失业者再就业和企业有利润时，他们才会缴纳更多的税款，减少从安全保障中获得的帮助，短期赤字才会将再次削减。

金融系统的转变以及迅猛的经济增长让我对经济前景比预想的更有信心。我认为严冬已经过去了，我也是这样告诉总统的。从美联储持续地预测增长率为3%～4%中我得到了许多安慰。但是总统并没有停止推动我们为经济做更多的事。在每一次预算和财政谈判中，我们继续推动更多的刺激计划。我们没有得到我们想要的，但这并不是因为我们接受紧缩政策，或者因为总统推行医疗改革而不是“关注重点工作”。我从来没见过其他优先事项妨碍总统对经济的关注。

问题是在国会。到2009年年末，共和党人要求在75年来最严重的经济衰退中继续延长失业救济金项目。他们反对小微企业减税，直到那时，这仍是他们议程的核心。在抱怨经济复苏法案没包括足够的基础设施建设项目后，他们开始反对基础设施建设。希望总统利用“天字第一号讲坛”来游说那些来自保守州，例如阿肯色、印第安纳和内布拉斯加的民主党保守参议员支持大幅支出提案改革的想法只是个幻想。在2010年，国会将通过一些适度的刺激法案—包括小微企业减税和政府对教学岗位的援助—我们将通过10年期的预算缩减来抵消一部分。但我们只有几个共和党人投赞成票。纯粹的刺激计划是不可能实现的，而没有经国会通过的立法不可能刺激经济。

2009年，总统停止使用“刺激”这个字眼，他将在2010年进一步讨论削减赤字，但这一修辞上的转变激怒了一些自由派。总统是一位凯恩斯主义者，但他并没有坚持那些被抨击的凯恩斯主义论点。在共和党参议员阻止了立法创建跨党派财政委员会之后，他还可以再创建一个。他将任命前共和党参议员艾伦·辛普森（Alan Simpson）和前克林顿幕僚长厄斯金·鲍尔斯（Erskine Bowles）作为联合主席，为 2015年削减赤字到

GDP的3%以下提出合理政策。

在某些程度上，我们使左翼确信我们将致力于紧缩政策，同时让右翼认为我们会很大方地不断花钱。像往常一样，我们的政策在政治的真空地带里游刃有余，但似乎没有人认为我们做了合理的平衡。

***

2009年秋，我们的住房政策可能要比我们的财政政策更不受欢迎。

1/8的抵押贷款止赎或违约，这对承受痛苦的家庭以及废弃房屋所在的社区而言都是一场灾难。并且总统2月份在亚利桑那州发起了一系列计划，试图扭转经济的下滑趋势，变成一个缓慢得令人尴尬的开始。住房可偿付再融资计划（HARP）旨在帮助400万~500万借款人对抵押贷款进行再融资，在前6个月帮助了不到10万户家庭融资。通过住房可偿付调整计划（HAMP），我们努力帮助300万~ 400万有止赎风险的房主减少了抵押贷款，促进了不到2　000项永久的贷款修订。这给36万房屋拥有者带来临时的救济，但是与贷款提供者相关的一大堆问题却阻碍了永久解决的道路。

这场混乱很快就给那些认为我们是关心华尔街胜过关心布衣街普通老百姓的进步人士提供了一项重要证据。我与愤怒的民主党人举行了一系列会议—在议长佩洛西的办公室、参议院多数党党鞭迪克·德宾（Dick Durbin）的办公室，以及国会各处—他们嘲弄地质疑了我们承诺帮助房主的诚意。伊丽莎白·沃伦是我们最热情而又雄辩的自由主义批评家之一，她在一系列听证会上致力于解决住房可偿付再融资计划和住房可偿付调整计划开始阶段的困难，以及她对于问题资产救助计划的更重要问题。

“救助资金的提供者—美国纳税人—听到的都是华尔街上受益于问题资产救助计划的公司在本季度获得意外利润的新闻……而失业率仍接近10%，贷款违约率持续上升，止赎危机还没有明显的尽头。”她在10月份举行的听证会上说。我认为她把目前的困境表述得很好。

第二天，沃伦到访我的办公室。我告诉她，在房屋问题上的努力就像早期冰川融解一样缓慢，我们和她一样对此感到沮丧。

“在某种程度上，你应该告诉我，你想要我们做什么。”我说。

沃伦似乎吃了一惊。为了表示诚实，同时也让我惊讶的是，她承认，她真的没有想到我们具体应该做些什么不同的事。但她答应考虑一下，回头再告诉我。

几天后，她打电话告诉了我3个想法。一个是合理的但修改很少的提案。另一个提案我们已经着手了。第三个是大规模削减住房贷款本金，但我们认为这不是一个具有成本效益的利用我们有限资源的办法。住房是一个异常复杂的问题，简单的解决方案不适合，虽然我们住房项目的局限性容易辨识，但不容易解决。对于完善这些项目我们面临巨大的压力—不仅来自许多对我们的批评，还来自总统，他对我们的初步结果非常不满意，并不断督促我们要做得更好。他经常把收到的家庭面临止赎的悲惨信件给我们看；这些显然都很困扰他。我们也感到不满和失落。我们的一些项目是跌跌撞撞地勉强通过的。其他的则不够宏大。在总统的第一个任期内，我们会继续寻找方法来扩大它们的权力、范围以及有效性。

如果有一个能改变游戏规则且能提供更多救援的住房计划，我们肯定会接受它。我们有美国最优秀的、有干劲儿的人才，他们正致力于解决房屋问题。我们也有强烈动机投入一切资源来解决这个问题；但媒体扼杀了我们，我们的政治盟友也一样。拉美裔全国委员会的负责人曾经警告我，如果我们不开始做更多的工作来防止止赎，西班牙裔组织就不会为总统的连任出力。

我们在受限制的范围内尽可能多地工作。而这远远不够，但这些工作比大多数人意识到的要多。

我们有3个基本的住房目标。没有过多的戏剧性情节或媒体的关注，我们实现了前两个目标。第三个目标将是一场斗争。

我们的第一个目标是阻止令人眼花缭乱的房价下降。为防止下滑，我们做的最重要的事情，除了努力阻止更广泛的实体经济和金融自由落体外，就是稳定房利美和房地美，因此在私人资本逃离时抵押贷款仍可以保持稳定流动。即使失业率上升和违约增加，房价在2009年中期保持稳定，并在接下来的几年里逐渐开始回升。房地产衰退的结束避免了对典型家庭最大的财富和储蓄来源的进一步损伤，并且是恢复经济增长的

关键。如果没有我们对房利美和房地美的关键性4 000亿美元的注资，这一切不会发生。

与第一个相关，我们的第二个目标是保持尽可能低的抵押贷款利率。在这里，我们对房利美和房地美的救助也是至关重要的，因为它们现在在抵押贷款领域占主导地位。政府的支持维护了它们廉价资金的来源，这也为普通家庭压低了利率。美联储借助第一轮量化宽松购买了大量抵押贷款支持证券，财政部也购买了一小部分，同样有助于将利率保持在历史低位，为数百万美国人节省了大量资金。我们的住房可偿付再融资计划以及对房利美和房地美的改良后的再融资项目，帮助房主以低利率再融资，即使房价已经跌破了原先的价格。

尽管起步缓慢，住房可偿付再融资计划将帮助300万房主再融资。这差不多是整个项目的最初目标，但到2014年，另外2 300万美国房屋所有者将在住房可偿付再融资计划之外进行放贷的再融资，这是一个巨大的但未事先宣布的刺激计划。

我们的最终目标—帮助脆弱的家庭保住房产—则更为复杂。

到2009年秋天，200万例美国抵押贷款案已经止赎，另有700万例面临丧失抵押品赎回权的严重风险。大约1 100万房主还处于亏损—每5个抵押贷款就有一个亏损—共有约7 000亿美元的负资产。我们的资源对一些脆弱家庭的生活产生重要影响，但它们太局限于解决美国的住房问题，对其更大的经济问题则无能为力。

然而，决定帮助谁以及如何帮助他们也是件极其困难的事。即使在可怕的经济衰退之后，大约90%的房主仍按时支付他们的抵押贷款，但这通常以重大的苦难和牺牲为代价。我们不想花纳税人的钱帮助可以自救的借款人，同样，用纳税人的钱帮助那些超过自身买房能力的人也存在着真正的公平问题以及政治问题。撇开政治不谈，当研究潜在的住房计划时，我们对它们是否货真价实也感到困扰。过程是艰巨的，诱因问题也很复杂。如果我们的最终目标是为了改善穷困家庭的生活，而不是要求我们“彻底解决房屋问题”，那还有更为有效的方法。

虽然我们对这个问题看了又看，我们不相信直接关注住房的一个更大的项目可能会对整体经济产生实质性影响。负责经济政策的助理部长简·艾伯利（Jan Eberly）重新审视这些方案后，她得出了结论，即使联

邦政府借来并花费7 000亿美元去消灭美国住房市场中每一美元的负资产—对于一个不现实的“房贷本金减免”项目—它也仅仅增加了年度个人消费的0.1%~0.2%。预计对就业的影响也相对温和，每创造一个就业岗位约需150万美元的联邦支出。相比之下，我们的汽车救援计划每个就业岗位的成本是1.4万美元。换句话说，即使国会授权了所有本金削减方案的来源—与问题资产救助计划和经济复苏法案差不多一样昂贵—它也不会改变经济复苏的轨迹。

HAMP作为我们主要的防止房产止赎拍卖项目，其针对的目标范围比较狭窄。那些看起来似乎违约，但如果抵押贷款能减少数年就能保持现状的房主们，是这一项目的目标群体。拥有豪宅、第二套住房或租赁物业的借款人则不符合要求。我们不想用有限的资源帮助那些投资房地产，希望在经济繁荣时期赚大钱的投机者。我们知道HAMP将帮助借款人避免止赎的创伤，同时那些查找并帮助符合条件的房主修改其抵押贷款条款的抵押贷款服务商也将获得丰厚的激励。许多债权人号啕大哭以示抗议，但他们最终会受益，也会获得更多的收入。参与HAMP的借款人所还的贷款虽然减少了，但相比破产止赎之后，银行对大量的积压房产进行拍卖所能得到的收益还是要多得多。

我们知道很难从整个市场中界定合格的房主并让他们迅速参与项目。参与HAMP的借款人可以通过“试行调整”，填写最少量的文件就能获得至多3个月的援助，然后他们将不得不提供证据证明自己有资格获得永久性的救援。最终，需要获得永久救援的文件堆积如山，这在一定程度上安抚了批评者如巴罗夫斯基，他曾警告说最初的提议只能提供有限的保障，这简直是在邀请骗子来；我们觉得在这种情况下他说的有道理。但是拉瑞警告说，我们太担心“假阳性”了，也就是对不值得救援的人提供援助，这将导致我们造成太多的“假阴性”，也就是需要救援的人得不到援助。他说的也有道理。

到了秋天， HAMP贷款对抵押贷款服务行业破碎的基础设施的依赖明显是一个严重的问题。这可能是不可避免的，我们没有权力建立一个新的政府机构或雇用成千上万的贷款专家，即使我们能够从国会获得这样的权力，这也将是一个漫长而又烦琐的过程。许多服务商现在都隶属于银行，它们对修改贷款几乎没有经验，更不用说以它们的能力和资源需要修改数以百万计的贷款。它们对于房地产的危机完全没有准备，并在泡沫破灭后大批裁员。现在我们要求它们进行一项具有挑战且消耗时

间的分类，它们对此很不擅长—慢慢雇人，慢慢找出如何提供援助，就是慢。公平地说，许多本应很容易找到的借款人很难找到，更难以说服他们；房主们也难以找到需要的所有文件。但许多无能的服务商总能找到方法一而再而三地遗失这些文件。

那年秋天，令人失望的数字蜂拥而来。很明显，许多处在试用期的房主不愿意或不能够提供永久救援所需的文件。我们讨论了是否应该给予每个试用期房主一次永久的贷款调整，以帮助尽可能多的房主。但我们认为这有可能会产生太多的丑闻和滥用的机会，并将威胁到公众对整个项目的支持；我们见过繁荣时期的“无收入证明贷款”和“骗子贷款”的危险。我们花的是公众的钱，并且我们有义务保护项目的廉正性。

总统一再敦促我们从大处着眼，大胆思考，考虑任何可能帮助危机中的房主的办法。我们甚至重新考虑了普遍减少住房贷款本金的讨论。但是正如我在12月份的沃伦委员会做证时所说，止赎危机的最大原因不是资不抵债的房贷，而是疲软的经济。大量失业和未充分就业的工人偿付他们的抵押贷款有困难。虽然我们可以花费数千亿美元偿还负资产，但仍然改变不了这一现实。如果借款人没有收入，不管我们调整多少抵押贷款都不管用。虽然我们无法通过住房问题解决经济问题，但我们却能做相反的事。

“我们的判断是，我们能做的最好的事情就是帮助经济再次增长，尽快降低失业率，并继续确保我们能保持房地产市场整体稳定。”我告诉沃伦。

我们可以用来解决住房问题的最重要的事情—除了我们已经做的稳定房地产市场，把抵押贷款利率保持在低水平，并提供有针对性的止赎援助—是促进经济复苏，为普通美国人创造更多的就业机会和收入。我曾经告诉总统—他也经常引用这句话回答我—如果他有另一个1 000亿美元可以用于经济复苏，我们不推荐他将这笔钱用于解决住房问题。减税、失业保险，或安全保障计划，或通过对各州的援助来保住教师和急救员们的工作岗位，或者为修建学校、修复道路和创建智能电网等创造就业岗位的基础设施项目融资，通过这些来为家庭提供援助，这在经济、道德和实践上更有意义。住房计划属于相当疲弱的就业和收入支持计划，而相反的情况就完全不一样了，就业和收入支持计划对于帮助家庭支付抵押贷款或租金来说都是很好的方法。

不过，我在财政部剩下的日子里，我们将对最初的住房计划做出一系列广泛的修改和增加，试图扩大它们的影响。

我们增加了提供失业救济的项目，帮助负担过重的房主搬到负担得起租金的住房。我们使得HAMP贷款的金融激励更加慷慨，其目的是为了加快调整。我们设立了一个项目来评估抵押贷款服务商，扣罚那些表现最差者的奖励。我们出台了新的激励措施来减少繁重的房屋净值信贷额度和其他二次抵押贷款，这些已成为调整第一抵押贷款的障碍。我们为房地产泡沫受灾最严重的那些州的项目提供了数十亿美元的援助，并将另外数十亿美元提供给全国住房金融机构。我们甚至为一些HAMP项目的受益者增加了一个有针对性的贷款本金缩减项目。

我们也试图推动联邦住房金融局对由房利美和房地美支持的贷款采用相似的有针对性项目。美国联邦住房金融局（FHFA）的执行董事爱德华·德马科（Edward　DeMarco）是一个有能力但很谨慎的公务员，不想招致共和党的批评，拒绝了所有贷款本金减少计划，尽管FHFA的分析显示这些计划将节省政府的资金。鉴于房利美和房地美完全依赖财政部的现金来维持生存，我们对它们只有很少的实际权力这件事感到惊讶。后来一些自由派人士指责总统未能提供救济，因为他可以随时解雇德马科。但是我们不能自行任命一位新董事。总统提名备受尊敬的北卡罗来纳银行总裁乔·史密斯（Joe　Smith）替换德马科，但参议员谢尔比阻止这一任命，并声称他将是政府的“走狗”，尽管真正了解史密斯的北卡罗来纳州共和党参议员理查德·波尔（Richard Burr）赞成他是“最好的候选人”和“一个完美的选择”。在这之后，我们很难找到愿意就任的候选人。

这是令人沮丧的，但是我不认为一个更合作的FHFA会产生截然不同的结果。虽然我们大量扩张的住房项目帮助了许多美国人，但相对存在的问题，他们只占很小的比例。这肯定无法改变人们的普遍看法，即在通过戏剧性的力量和创造力拯救了贪婪的金融机构之后，我们对无辜的受害者弃之不管，使得他们容易受到受益最大的银行和投资者的掠夺。我曾经和吉恩·斯珀林开了一个玩笑，假装我已经告诉记者他是HAMP项目的秘密设计者—不仅仅是设计项目主体，而且包括沟通和消息传递策略。我的新闻秘书非常担心吉恩会犯心脏病，她打电话坦白交代了；这就是被普遍诟病的HAMP项目。

2013年，HAMP最终将永久地调整约130万例抵押贷款，大约每月

为房主节省500美元。2009年2月，HAMP刚推出时，我们极不明智地表示它将帮助300万~400万户美国家庭，但实际数字远远低于这一数字，从那一刻起我们颜面尽失。但在没有政府的援助下，房地产行业永久地调整了另外390万例抵押贷款，因此能够支付贷款数额的房主数量基本达到我们预期的数字。通过我们的替代计划，另外25万户房主避免了止赎，联邦住房管理局减少了200多万美元的损失。如果我们有办法使得HAMP的调整数目增至3倍，我们不会大幅增加调整的总体数量，只会改变政府支持所占的比重，并且我们也不会对危机后的经济产生重大影响。止赎危机是由巨大的宏观力量造成的—疯狂的信贷繁荣、残酷的衰退，以及令人目眩的房价下降—需要巨大的宏观力量结束它。

也就是说，我们对于住房问题的调整从一开始就陷入困境，之后我又把扩张的目标定得太高。我对我们试图所做之事的宣传也没有取得任何效果。我经常拜访为低收入家庭提供服务的社会服务机构，也常常犯下缺乏同情心之类的错误，这往往令卡罗尔十分沮丧。我会敦促他们拿出解决方案，同时将许多限制强加于他们，而不是耐心地听他们的故事和感受他们的痛苦。我想听到的是哪些方案可行、哪些方案不可行，我们如何才能实际帮到他们。我曾经提早打断她对危机中人力成本充满激情的描述，说我知道外面的世界是可怕的。“我们规定一下，”我说，“谈谈我们所能做的。”之后，萨拉·艾薇儿回到我的办公室，她告诉我：不要再让他们把痛苦和折磨作为条件。

“让他们有机会解释。”她说。

当我们安排一系列的晚宴与对改革不满的进步领导人交流时，我犯了类似的错误。我捍卫了我们的策略，列出了我们面临的所有限制，并解释为什么他们的替代方案也没好到哪里去，而不是同情地倾听他们的抱怨并承诺我们会做得更好。最终的结果就是他们相信我没有站在他们一边。前白宫幕僚长约翰·波德斯塔（John Podesta）掌管着美国进步中心（Center for American Progress），一次晚餐后他告诉帕特森，我需要停止解释面临的所有困难，停止对无法在房屋问题上做得更好的辩解。

“他说你只会让情况变得更糟。”帕特森告诉我。

在许多方面，2009年对新一届政府而言是非同寻常的。在我们的帮助之下，结束了金融危机和经济大衰退，其速度远超我们的预期。美国

经济恢复增长，到2010年3月，就业机会将再次增加。2009年4月，国际货币基金组织预测我们将花2万亿美元救助美国银行系统；到2009年年底，似乎纳税人就有可能会从金融救援行动中获利。经济学家艾伦·布林德（Alan Blinder）和马克·詹迪（Mark Zandi）在一篇文章中说道，如果没有财政、货币、金融干预，GDP估计将减少11.5%，我们将失去额外的850万个工作岗位。与此同时，通用汽车和克莱斯勒摆脱破产困境并准备恢复盈利。经济复苏法案将变革资源列为总统长期重点目标，包括清洁能源、教育改革、电子医疗记录和科学研究。并且国会两院通过了医疗改革的一个版本，将推动长期存在的变革梦想成为现实。

虽然在政治上这是残酷的一年。右翼恨我们，左翼对维护我们不感兴趣。共和党人赢得了新泽西州和弗吉尼亚州的州长选举，而总统刚在一年前赢得了这两个州。今年1月，在“蓝色”的马萨诸塞州，共和党人斯科特·布朗（Scott Brown）赢得了已故的泰德·肯尼迪的席位，这一新闻震惊了全世界，击溃了阻挠议事的民主党多数派议员。

就在同一天，我拜见了少言寡语的参议院少数党领袖米奇·麦克康奈尔（Mitch McConnell），他看起来心情很好。此时奥巴马医改似乎会通不过，但国会民主党人后来找到一个方法使它最终通过了。总统的反对率非常接近他的支持率。麦克康奈尔直言不讳地告诉我，为了坚持他们的蓄意阻挠策略，共和党人会阻挠总统的所有计划，因为这对他们的选举有利。

“但有一个例外，”他说，“可能是金融改革。”

这就是我来找他谈话的原因。金融监管体系仍然支离破碎，我们需要国会立法来解决这个问题。我不希望未来的美联储主席或纽约联储主席在面对聚积的风暴时同样感到无助，就如伯南克和我曾经的感受。我不想让以后的财政部长在暴风雨后面临我和汉克一样的约束。但如果41名共和党参议员联合在一起，他们会阻止我们改革金融系统，我想知道麦克康奈尔是否计划这样做。

麦克康奈尔是一个精于算计的政治家，我发现他的许多信念和方法都很无礼，但他具有吸引人的坦诚个性。他个人似乎没有太多对金融改革的热情，更别提对我们的改革愿景了。不过，他也说了他没有很强烈的抵触情绪要联合他的核心成员与我们对抗，这一改革获得了大众的广泛支持。他也不想大众认为共和党人是华尔街和富人的捍卫者。

“你很可能会得到我们中一些人的支持，大概5~10个，在金融改革方面，”他说，“而其他的一切，我们会和你对抗。而且我们会坚持这么做。”

以后我们可能会担心所有的一切。但我们现在迫切需要通过金融改革。最糟糕的金融危机已经结束，总统希望在美国人忘记这场危机的恐怖程度和毁灭性之前签署一项法案。

---

1. 在美国，蓝色象征民主党，红色象征共和党。—编者注

STRESS TEST

Reflections on Financial Crises

第十章
变革之争

金融危机不能被准确地预测，所以它们也不能被有效地阻止。它们就像是另一种地震，或者说它们就是地震，如果地震是由狂热、恐慌以及人们之间的互相影响而引发的话。我们知道一些警示的信号，如极为显著的信用突增，与收入相关的私人借贷大幅持续增长。但是我们不能将这些定义为愚蠢的、不合理的繁荣或是盲目的从众行为，我们无法信心满满地做出预测，尤其是当那些狂热将会变成大恐慌时。我们不能依靠那些容易犯错的中央银行和监督者们在金融突然从繁荣变成危机之前阻止它们，因为当这些危险已经明了时，再去平息这个问题通常已经太晚了。

然而，政府还是可以去做很多事情来减少金融灾难带来的损失。就像它们可以减少自然灾害的损失一样，建筑法规可以要求位于缺陷区域的建筑物更加坚固，或者抬高那些建在河漫滩里的建筑结构，同样，严格强大的金融制度可以限制将来危机的危害程度。尽管政府不能完全根除金融危机，但它们可以减少金融系统容易发生危机的漏洞，也可以降低危机超出控制的风险。如果美国不是毫无准备，这次危机也不会变得如此糟糕。

总统不希望这种事情再次发生，同样，我也不希望。我们希望改革金融系统，使金融系统变得更加有弹性，变得缺点更少，而且能够更有

效地提供经济发展所需的信用与资本，我们想要去找到危机的根源和我们的不足从而遏制危机的发生，使历史不再重演。回到我最喜欢打的比方，为了应付那些因我们准备不足而不可避免的火灾，我们需要更好的防火措施、火灾检测设施以及装备精良的消防人员。

本次金融危机发生的最根本原因是很明确的，也是为我们所熟悉的，它源于一股狂热—一种普遍的信仰，认为毁灭性的金融危机都只是过去的事，将来的经济衰退会是温和的，飞速上涨的房价也不会自由落体式地往下降。这是20世纪80年代中期以来的“大缓和”式的乐观主义，是无限稳定的谬论。这种过分自信的狂热思潮为信用贷款和金融系统杠杆作用的突然爆发火上浇油。而且，这些杠杆融资中有很多都是由那些不保险的随时可能逃跑的短期债务提供的。

这种易发生挤兑的杠杆融资与大幅增长的长期借贷模式的组合是造成所有金融危机的根本原因，并且这在任何金融系统中都是危险至极的。但是，它对于我们来说更加危险，因为很多通过借短贷长而过度杠杆化的大型企业是在我们传统的银行体系之外的。这些机构不受限于那些监管保障措施，因为那些措施只适用于银行，这就是为什么很多风险集中向它们转移，而且它们也没有获得政府专门为防止银行挤兑而设置的安全保障措施。这些为传统银行设置的保障措施也不够强大，然而使这次风暴成为完美风暴的原因就是，非银行机构的行为就如同银行一样，但却没有受到对银行的监管或者保护，使得超过一半的国家金融活动对于挤兑冲击不堪一击。当恐慌来袭，挤兑大量产生，我们不再有能力去保护经济，直到情况恐怖到足以引起国会采取行动。

这些是造成为危机的主要原因，你可以说，在此之前，美国以及全球的长期低利率推动了这次危机，因为它为狂热导致的泡沫膨胀火上浇油，鼓励多借贷、多建房屋、多冒险。这是一个必要的条件，尽管不是充分条件。而在危机发生之后，由于我们的防火工具准备不足—我们不能以有序的方式去解决大型复杂的公司的倒闭，以及我们对于阻止银行体系之外所发生恐慌的权力是有限的—不仅妨碍了我们控制危机，反而是一种促进剂。

但是一般来说，根本的原因是过热、杠杆，还有随时可逃离的短期融资。这就是我们的金融系统如何变成电影《美好人生》里所发生那一幕的过程。

在这个金融系统中有各种各样的其他问题，这也催生了各种各样的理论来解释危机。这些问题纷繁复杂、变化多端以至于危机成为一种墨渍心理测验；你会发现至少可以找到一些证据来支持几乎所有的理论，这些理论证实了你之前自己意识形态上的偏见，无论你是站在经济还是政治的角度。这些问题中确实有一些真正导致了危机或者放大了危机的损害，但是它们都不是金融危机主要的诱因。如果没有来自一股狂热导致的过度借贷的根本力量，它们也不会产生实质性的影响，这种狂热便是过度相信过去已经谢幕，而美好的时代将会接踵而至。

比如，一些批评家认为，由于克林顿时代大萧条时期经济问题的逐步衰退和限制银行活动的《格拉斯–斯蒂格尔隔离法案》的废除等一些核心原因，使得具有存款保险保障制度的商业银行与投资银行的风险业务可以混业经营。但是，绝大多数深陷危机中心的公司如贝尔斯登、雷曼兄弟、AIG、美林、房利美以及房地美等基本不受《格拉斯–斯蒂格尔隔离法案》废除的影响，因为它们本身就不是商业银行。传统发放贷款的银行业，特别是发放房地产贷款的银行破产是相当危险的。华盛顿互惠银行、美联银行、因迪美银行等，还有数百家更小的在这次危机中被摧毁的金融机构，基本上都是过度扩张的银行和储蓄机构，而不是那些业务广泛的金融集团，这使《格拉斯–斯蒂格尔隔离法案》的废除成为可能。诚然，如果没有被允许设立和收购那些脆弱的投资银行，花旗银行和美国银行可能就不会有那么多风险和问题。但是，对公司而言最有破坏性的失败却发生在另一面。

一些右翼人士试图将危机的发生归咎于民主党领导的反对歧视低收入者的运动和少数借款者，如1977年《社区再投资法》以及房利美和房地美的保障性住房项目。然而，毕竟承销标准的丧失和急于向一些过去不能得到信贷的美国人提供信贷已经在危机来临的30年前就给出红线了，那些信贷是由消费金融公司和其他非银行贷款机构倡导提供的，它们并不需要遵守《社区再投资法》。这些公司承担信用风险不是因为被迫而是它们自愿的；它们相信不断上涨的房价将会防止它们遭受损失，而且它们的投资者也乐意为它们的冒险融资。房利美和房地美将很多市场份额让给了这些活跃的私人贷款者，当它们加入这场盛宴时已经为时已晚，但它们购买和担保的按揭贷款的整体质量要显著高于行业平均水平。

另一个罪魁祸首是规模的大小，意思是指金融危机发生在大型金融

机构变得规模太大之时。在一个理想的世界里，政府对银行的倒闭可以无动于衷，然而当银行规模很大时，政府就很难坐视不管。但是20世纪30年代的大萧条就是始于小银行的接连大规模倒闭，在2008年3月的时候，贝尔斯登甚至不是美国15家最大的金融机构之一，但它依然和金融系统有如此大的关联，以至于它在那个脆弱的时刻倒闭，造成了金融衍生市场、回购市场以及一般金融市场的恐慌，就像后来发生在雷曼兄弟身上的一样。伴随着长期信贷市场繁荣的金融系统很容易遭受市场恐慌的打击，当陷入混乱时，即使相对较小的机构破产，也能够造成系统性的破坏。当然，大银行会造成更大的伤害，这就是为什么它们应该受到更严厉的法规约束的原因，但是它们也可以更好地吸收抵御损失，而这些损失足够让一家小银行倒闭。如果大型公司，如摩根大通、 美国银行和富国银行尚未大到足以吸收破产公司，如贝尔斯登、华盛顿互惠银行、美国国家金融服务公司、美林和美联银行，我们的危机将会更加糟糕。

和规模大小造成危机理论相关的是道德风险引致危机的理论，即那些所谓的“太大而不能倒”的银行承担了太多的风险，是因为它们知道如果陷入困境，政府会帮助它们摆脱困境。在我们的金融系统中确实存在着一定的道德风险。传统的银行享受着来自政府各种或明或暗的保护，它们的优势也没有被那些对它们风险的约束充分抵消。但那不是我们的主要问题。再次提醒一下，最严重的危机是发生在传统银行体系之外的。在私人金融市场，人们很乐意投资于那些拥有大量财务杠杆而且监管松散的公司，如贝尔斯登、雷曼兄弟以及美国国际集团。这些公司没有理由指望紧急救援，同样它们的股东或债权人也无法指望，因为美国政府没有干预抢救非银行金融机构的历史，之前也并没有政府为货币市场基金担保或支持商业票据市场的先例。事实上，即使在我们帮助摩根大通收购了贝尔斯登，金融市场不断地被从幸存的投资银行手中拉回来之后，类似的救市前景并没有给其他系统重要性公司或潜在投资者带来很多安慰；贝尔斯登不复存在，它的股东也损失了一大笔财富。支持道德风险论的专家只是低估了狂热的能力—海曼·明斯基理论的力量。我在2007年第一次读到海曼·明斯基（Hyman Minsky）的理论，它讲述的是稳定性会滋生不稳定性，即乐极生悲或者是生于忧患，死于安乐。

也就是说，道德风险是一个合理的问题。一个经典的道德风险案例是，房利美和房地美利用它们低廉的资本去承担过多的风险和杠杆，这是基于一种广泛流传并事后被证明正确的假设—政府会支持它们并承担

其债务。大型银行还享有较低的融资成本，因为它们可以获得政府的安全保障，这也是它们能成为大型银行的原因之一。道德风险的真正危险在于，我们解决这个危机时所创造的道德风险又为下一场危机埋下了种子。我依然不相信是消防队造成了火灾—就像斯坦·费舍尔在新兴市场危机之中所指出的，避孕套本身并不会导致性行为一样—但是解决金融危机的方案总是会创造出一些道德风险，而我希望我们的改革可以限制道德风险的影响。

将危机归咎于在经济繁荣时期涌现的欺骗和欺诈等不当行为也会很诱人、很本能地令人满意，那些两面三刀的经纪人引诱借款人到他们那里抵押贷款消费一些负担不起的东西，伯尼·麦道夫（Bernie Madoff）类型的庞氏骗局猖獗，证券公司向不知情的客户倾销有毒产品。这些弊端很可怕，也很不公平，但是它们是狂热的一个特征，而不是造成金融危机的一个显著原因，它是由满脑子充斥着冒险不再特别危险的信念所引起的。在那些日子里宽松的货币政策似乎很有道理，因为那会产生很多低息贷款。普林斯顿大学的经济学家熊炜（Wei Xiong）告诉我，他参与共同撰写了一份报告，这份报告旨在分析在经济繁荣时期那些参与抵押贷款证券化的个人住房交易。他们像其他人一样陷入了发狂状态，为自己购买了更大的房子，即使价格已经失重到高得离谱，但他们还在继续投机房地产。通过这个金融系统，“内幕人士”除了掏钱别无他法，他们中的很多人最终损失了很多钱。

但是即使掠夺行为不是造成危机的主要原因，即使一些被出售的有毒金融产品在当时还没有知道它们的毒性，普通的美国人也理应得到更多的保护，以避免受到这些掠夺行为与有毒产品的祸害。金融危机暴露出我们的消费者保护体系的功能紊乱，让普通美国人太容易受到欺诈等不法行为的侵害，而使金融系统受到突然产生的信心危机冲击。很多的借款人，特别是在次级贷款市场中的借款人，他们吞下了超过他们可以咀嚼消化能力的东西，因为他们不知道自己的财务筹划安排有多么荒谬复杂而且不透明，或者正在有意地将他们引导到最危险的交易中去。承销标准急剧恶化，产生了被快速打包成复杂证券的脆弱贷款，而投资者热衷于购买那些金融产品的热情并不能使其成为劣质的理由。

这是我们监管系统软弱无能以及支离破碎的另一个领域，这里充斥着漏洞和逃避的机会，急需进行变革。政府监管只是还没有跟上金融前沿快速成长和不断更新的步伐，从抵押贷款市场的外来创新到复杂衍生

品的爆炸式繁荣。金融警察没有权力去巡查那些金融系统中最糟糕的社区，并且他们对于如何行使自己的权力也没有足够的雄心壮志。尽管在传统银行体系之外的这些崭新前沿领域里，我们确实需要更有效的保障措施来对抗系统性的风险，但我们还需要确保每位美国人不会在那里轻易受到掠夺和虐待。

但再一次声明，关于这场危机的最有力的理论其实很简单，它始于一种对过度自信的长期狂热，人们普遍认为房价不会下跌，经济衰退将是温和的，市场会依旧保持流动性。这股狂热助长了太多的借贷行为、太多的杠杆以及太多可随时逃离的短期融资，而且大多数都发生在传统的银行体系之外。借款人承担了太多的风险；债权人和投资者也都太愿意资助这些风险；政府未能成功遏制那些风险，从而当恐慌袭来时，无法采取迅速有力的应对行动。同时，政府最终采取的旨在终止危机的行动又制造了新的来自道德风险的危险。而且我们类似狂野西部的粗放型消费者保护体系也是国家的耻辱。

问题是对于混乱我们应该做些什么。

我不认为我们可以做很多关于狂热以及信仰的事情。我们并不能禁止潮流或者强行命令大家进行理智的思考。但是对于其他的制度漏洞等问题，我们却可以去做很多，我们可以开始在整个金融系统建立更为强大的冲击缓冲机制。

我一直认为，我们顶层改革的首要重点应该是建立更多保守的规则，以要求金融机构保持更高的资本充足率以及运用较少的财务杠杆——资本的另一面——当然，还有保持更高的流动性。这些规则必须被广泛且全球性地适用，以防止风险从银行转移至非银行机构，或者从美国公司转移至外国公司。通过强制金融机构保持较大的资本缓冲垫，来保护它们免受潜在的损失，限制其用借款来对风险较大的投资项目融资，并且确保它们在资金枯竭的时候有能力偿还短期债务，我们会防止它们遭受挤兑的冲击，同时如果一个大公司倒闭了，我们也能够防止整个金融系统受到传染影响。我们不能压制创新与监管之间天然的猫捉老鼠的游戏规则，但是更多的保障资金和流动要求可以提供一个安全的底线，特别是随着时间的推移，如果我们能够将之根植于其扩展业务范围的内在能力中，以及如果我们要求金融机构基于真正的黑暗情景进行周期性的压力测试之时。这次的危机就是一记警钟，提醒我们金融机构不会在阳光明媚、风暴来临之前做好准备，除非监管机构强迫它们。

除了为各个公司建立缓冲机制之外，我认为我们还需要在市场中那些公司的连接点（比如三方回购，尤其是衍生产品）设立更为强大的缓冲机制，通过在交易的背后要求提供更多的抵押品或者保证金，我们可以限制金融系统中的财务杠杆，同时也限制了因个别公司破产而导致的系统性伤害。

金融衍生品并没有造成金融危机，相反，它们甚至在危机来临之前和危机之中扮演了一个有用的角色，帮助企业、农民、银行和投资者规避风险。但是在市场恐慌之中，衍生品使得情况变得更加糟糕。那些衍生品的交易商要求更多的抵押品以抵消违约风险上升的行为，反而提高了那些风险。一些主要的衍生品交易商如贝尔斯登、雷曼兄弟、AIG引发了恐慌和不确定性，而复杂的衍生品市场将这些恐慌和不确定性放大了。我们需要使衍生品的交易更加透明，同时要求企业提前提供更多的抵押品以避免追加保证金的螺旋式恶性循环。我们应该要求大多数衍生品交易进行“中央清算”，在一个强大的金融基础之上建立一个中介机构，从而可以站在交易双方之间以保证一个公司的违约不大可能引发更多的一系列违约事件。李·赛克斯曾经将这个想法推荐给克林顿政府，我也曾在纽约联储准备过这个事情，在那里我和十四人家族（意指十四家大型金融公司）一起奠定了中央清算的基础。

那些想法就是使金融系统相当于配备了耐火的建筑材料或者烟雾报警器的建筑。但是如果没有有效的消防检查员和加强执法的防火规范，它们可能毫无意义。我们现在的监管制度处于一个无政府的混乱状态，领地的竞争、重复的管辖领域以及不正当的激励措施，鼓励着金融公司货比三家以求得更为友好的监管者。庞大的金融系统没有人负责，而另外一些地方则挤满了各种部门利益竞争性的监管。我常常将这种情形与阿富汗和巴基斯坦的边境地区或一个世纪前的巴尔干地区相比较。我们需要一个简单的结构来确保我们设想的保守规则能够广泛公平地应用到金融系统中去，我们设想这个结构在每个大型公司之内，尤其在整个系统之中，负有更加明确的内部风险监管责任。

同时，我们需要对我们那些差强人意并支离破碎的消费者保障制度进行一次大修。监管消费金融的规则过于软弱。强制执行它们的权力被分散在7个联邦机构和50个州。成千上万的企业在没有任何有意义的监管下发放贷款，从发薪日的贷款公司到汽车经销商，这让美国人不可避免地遭到损害。奥巴马总统相信他的当选就是为了解决这样的问题。

最后我们需要加强政府扑灭火灾的能力。其中一项首要任务便是“解决方案授权”，也就是杰米·戴蒙所谓的“愚蠢笨重银行的破产”，即政府通过有序的程序去管理那些系统重要性的金融机构破产的能力，就像美国联邦存款保险公司对普通银行所拥有的一样。有了更多的权力为企业有目的地解困，我们可以减少灾难性的危险，如雷曼兄弟式的破产和美国国际集团型的金融救助。但是我们也希望保留一些可以阻止恐慌的救火权力，最重要的是在出现系统性危机的时候，美联储提供流动性的一般权力和美国联邦存款保险公司为银行担保债务的权力。我们不能通过宣告停止救援来终止救援，更不能剥夺政府救市的能力，这样会更糟。我们不能通过承诺不在下一次恐慌时采取行动来消除这次的恐慌。相反，应该赋予危机应对者具有压倒性的能力去平息一场恐慌，以降低它造成大规模恐慌的可能性。我们需要尽量减少风险，在查尔斯·金德尔伯格的理论框架下，未来的狂热会变成恐慌，然后崩溃。

在奥巴马总统的当选过渡初期，我们就开始讨论这些金融改革问题。然而，我们必须要回答的第一个问题是一个缺少技术含量的序列性问题：我们何时应该推行立法改革？金融改革将会消耗大量的政治精力。在那些日子里，我们压倒一切的优先任务就是结束危机和振兴经济。从近期看，金融改革与经济复苏存在着一些矛盾，金融改革最终要求银行稳健经营，减少风险，经济复苏则需要依赖银行走出防御性的蛰伏状态，重新承担风险。目前就需要考虑圣·奥古斯丁的谨慎风格的问题——推行更为严格的资金和流动性要求，但不是现在。令人尊敬的总统新经济复苏委员会的领导者保罗·沃克尔提醒我们，立即施行正确的改革比快速通过改革议案更加重要。这是非常复杂的问题，而这样的变革机会并不会经常出现。

像以往一样，拉姆希望立刻采取行动。在政治上，他认为进攻、不懈的主动创新策略，就是最好的防御。他将“华尔街改革”看作大造声势的重要议题，设置议程，迫使共和党人站队选择是偏袒华尔街还是赋予总统一个跨越党派的胜利。抛开拉姆的政治考虑不谈，当危机的痛苦记忆犹新、金融机构依旧脆弱的时候，我觉得主动出击是有意义的，不能等到记忆褪色和金融帝国复苏以后再着手改革。我打算在设定辩论条款的时候抢占先发的优势，无论是在美国还是全球。我也相信较早地推行改革可以为公众的旧约式愤怒提供一个富有成效的发泄出口，我将之积极地表述为“赎罪议程”。我不想民粹主义的狂怒搞糟我们的危机应对方案，从而破坏我们的短期政策效果，但我认为它可以帮助我们通过新的

强有力的长期规则之路。

总统决定尽早推行改革。我建议我们自己应该先草拟第一版法案，他爽快地答应了。我们已经将草拟经济刺激法案的任务交给国会的民主党人，我们将授予国会更多医保改革的控制权。但是我担心国会是否有必要的专业技术人才去制定有效的改革方案，如果我们不能占据主动，那些金融说客和左右翼的极端分子将会对该方案产生很大的影响。所以即使危机正在不断蔓延，我们的改革团队还是每天开会，竭尽全力地拟备法案，来试图缓解接下来的危机。

我们再努力也无法达到拉姆要求的进度。他最初期望能在2009年4月伦敦举行的20国峰会前让众议院通过我们的法案，这是一个非常疯狂激进的时间安排。他说他会在峰会前提出一个完整的立法草案。3月在拉姆办公室的一次会议中，我的副部长尼尔·沃林也说这是不可能的。这将是一个复杂的法案，可能有数百页。拉姆指着一张放着一台电脑的办公桌。

“给我坐下，开始打字！”他咆哮道，“没有完成就不要站起来！”

就像拉瑞喜欢说的，金融改革的目标是为将来建立一个当企业倒闭时更加安全的金融系统。它不是为了防止个别因承担太多风险而经营不善的公司倒闭，而是减少这个公司倒闭所引起的整个体系的后续不良反应。我相信达到这个目标的关键在于改善我们的缓冲机制。在一个不确定的世界里，由容易犯错的人类运营以及监管着金融机构，我们的金融系统需要有缓冲垫来防止因他们不可避免的错误所遭受的伤害。换句话说，我们需要更多的资本、更少的杠杆以及更大的流动性。

但是我们不希望国会去设计新的资本充足率、杠杆限制或者流动性要求。不管它们存在着什么缺陷，监管机构都比政客更有资格去决定这些，比如，银行保有的与其风险加权的资产相关普通股的精确数量，或者应当持有多少现金以足够应付潜在提款金额。历史记录表明，美国国会太容易受到金融业势力的影响和当时政治动向的左右，所以我们并不认为这是一个很好的从事校准金融系统缓冲机制这项复杂工作的机构。虽然目前美联储并不是一个很受欢迎的机构，但它有很多技术专业人士和政治上的独立性，我们认为它更适合这份工作。

我们还认为解决这些问题需要全球性的解决方案。这是一场全球性

的金融危机，海外薄弱的监管标准已经伤害了我们，危机的产生并不仅仅因为美国国内的失败。如果我们只是单方面提出新的严格的风险限制条款，而没有鼓励在全球范围内建立更高标准，我们将只会简单地减少美国企业在世界各地的市场份额，而不能使全球系统更加有弹性。所以在伦敦20国峰会开始的时候，我们开始引导推行更为深化的国际金融改革，其中包括新的资本、杠杆以及流动性的要求，这就是著名的《巴塞尔协议III》；更为广泛的衍生品市场监督措施以及更有效应对全球性银行破产的方法。这将需要一系列旷日持久且繁芜复杂的幕后外交谈判，但这也绝对是强化金融系统至关重要的一环。

我们将在华盛顿寻求实现我们改革的未竟部分，而这个过程也将是旷日持久且繁芜复杂的。那里有大量的利益相关的资金，以及各路有权有势对结果很感兴趣的说客。在华盛顿全面通过综合法案总是一个挑战，并且当总统面临共和党人如此坚决的反对时将会变得更加困难。事实上，这项专门的综合法案涉及监管改革后将只会增加困难的程度，因为那些受影响的单位在国会都有各自的地盘卫士，同样金融业也不乏有影响力的支持者。

事实上，我们在政府内部和国会开始讨论改革事务的时候，许多最棘手的问题就是将来监管机构该做什么。几乎每个人都同意，目前的监管制度处于一种可笑、各自为政的混乱状态，但同样的部门利益也将妨碍我们将监管制度合理化的努力。

例如，我们认为将美国证券交易委员会和商品期货交易委员会合并是一个很好的解决方案，因为这两大市场监管者的任务重叠,经常产生重复和混乱。但是查看历史，美国商品期货交易委员会以前在国会农业委员会的管理下，它们不想把任何权力让渡给金融系统——或者失去从金融利益中获得竞选捐赠的权力。我问众议院金融服务主席巴尼·弗兰克，他是否认为我们会获得足够票数。

“当然，你可以合并证券交易委员会和商品期货交易委员会，”他说，“只是你不可能在美国做到这一点。”

我们面临着一个类似的左右为难的银行监管。美联储监督拥有银行的控股公司，而各个单个银行可能会由美联储、货币监理署、联邦存款保险公司、美国储蓄管理局（一个国家的银行业监管机构）或者这些机构尴尬的组合去施行监督，这导致了权力寻租和其他形式的监管套利行

为，也导致了盲人摸象的问题，没有一个监管者对任何单一机构有一个真正全面的理解或者负有监督检查的责任。理想的情况是，我们希望将货币监理署、联邦存款保险公司和储蓄管理局整合成一个对存款机构实行监管的单一国家监管者，与美联储一贯的主导角色相辅相成。但是我们的决策只是政治上的考虑，因而注定是个不切实际的想法。

我对开战前夕临阵改组军队感到很不安。由于国会赤裸裸地划分党派界限，我们担当不起失去一些部门利益选票，或者浪费一半时间去对抗监管机构保护特权的守旧行为。最终，我们只有建议撤销倒霉的储蓄管理局，它曾经邀请银行来到其保护伞底下以享受其温和的监管，而且对没落的储蓄银行，如美国国家金融服务公司和华盛顿互惠银行的破产毫不关注。

那年春天，在白宫的罗斯福厅与总统一起开会时，前麦肯锡雇员、拉瑞的现任副手黛安娜·法雷尔慷慨激昂地呼吁，要进行一次更加雄心勃勃的监管改革。组织结构图的非理性似乎冒犯了她作为管理顾问的情感，这也是理所当然的。但是，我当场指出了在美国国内政策以及国外政策之间势必存在着必要性与选择性的争议。改革是必要的。重组就像一次抉择，这种抉择会让法案陷入机构之间战争的泥潭。我们想要的是监管机构集中精力帮助我们修复金融系统的漏洞，而不是为它们的官僚主义生存而争斗。法雷尔是对的，我们总是看重政治而忽视政策分析，但是理想的政策是实现不了的。当参议院银行委员会主席多德公布了一项计划，将美国货币监理署、储蓄管理局、联邦存款保险公司和美联储的监督功能合并于一体后，这一点就被显而易见地证明了。死亡降临了。

一些最具争议性的地盘问题涉及了美联储，它在危机来临之时正面临着一个强烈的政治反弹、救助以及经济的不景气。我认为美联储应该作为国家“系统风险的监管者”，具有甄别整个金融系统危险的权力和责任，并设定对于杠杆和其他风险普遍的限制措施，甚至随着时间的推移，扩大缓冲机制以及其他保障措施的范围。随着未来风险的迁移，我们希望美联储可以类似银行一样对非银行机构划定等级，如AIG或通用电气资本可以被划为系统性重要级别，这样它们便可以接受更严格的监管，在它们陷入困境的时候也可以安全解决。

我与美联储有着很深的历史渊源，所以我永远不能成为人们心中那个关于各种监管者相对优势的公正仲裁者。尽管美联储存在着很多缺

点，但我仍然认为其有着最聪明优秀的监管人员，在金融系统中处于最佳位置，也是最具有政治独立性的。但是弗兰克主席告诉我，反对美联储的情绪太过高涨，以至于不能再扩大它的权力。另一位改革法案（后来被称为“多德–弗兰克法案”）的关键人士主席多德抱怨说，“这就好像父母给他们刚刚撞毁自家旅行车的儿子买了一辆更大、更快的轿车。”

希拉·贝尔特别积极地想要剪掉美联储的翅膀，并且同时扩大联邦存款保险公司的权力。她争辩说，如果美国联邦存款保险公司要承担解决大银行破产的风险，那在它破产前，联邦存款保险公司需要一个更强大的角色来监督它们。希拉不懈有效地游说多德、弗兰克以及其他国会议员。她也试图说服我和拉姆，但是没有取得成功。她的改革运动之一——被大多数其他独立的监管机构和金融行业的游说者所接受——是为一个跨机构委员会取得更多的权力以监管系统性风险，而我们希望将这种监管权赋予美联储。这种观点在国会中得到了广泛的支持，但我认为这个委员会是一种逃避承担集中问责的做法。我记得在参议院做证时指出，你不能为了灭火而召集一个委员会来开会。我们已经有了一个叫作总统金融市场工作小组的委员会，我也非常了解其功能限制。“目前来看是不会有任何委员会了。”在一次会议中我曾和一个行业高管说笑道。但这话我说得太早了。

我们在消费者保护这个领域提出了大规模的改组计划。总统对于保护普通家庭不受金融危机的折磨特别关注，在早期的一次讨论信用卡改革的总体办公会议上，他告诉我们说，当年作为一个年轻的社区组织者，他早已支付过高得离谱的利率了。很快他便签署了一份法案来迫使信用卡行业更加透明，同时打击乱收费和利率重置现象，这就拉开了他全面消费者改革的重要序幕。

在更加广泛的议题上，我们的改革设计师团队从2007年的一篇文章上获得了灵感，这篇文章的作者是伊丽莎白·沃伦，她主张对贷款以及其他的金融产品应该像烤面包机或其他消费产品一样加以调控，或许也可以受类似于消费者产品安全委员会（CPSC）的机构调控。设立新的机构强制改变以及承诺改变的信号对大家来说都是引人瞩目的，这感觉就像一场正义而且必要的战役。

尽管我们对为部门利益争夺地盘的战斗感到不安，但我们依然决定取消美联储及其他监管机构对消费者监管的功能，而将所有的一切都纳入一个新的消费者金融保护机构。银行肯定喜欢由银行监管机构来处理

消费者问题，但是很多消费者问题专家认为，期待有一个安全和稳健的监管者是不切实际的，很难使这些监管机构一方面确保银行的金融稳定，同时又要对确保银行不损害客户的利益保持警惕。就像拉瑞曾经告诉总统的那样，航空安全委员会不应该是负责保护航空公司财务可行性的机构。

总统喜欢这个新点子，即用一个新的独立机构去保护美国人免受金融掠夺。并且他的政治顾问也乐于接受这样的观点，这个观点迎合了那些对总统实施的前所未有的刺激计划、进行全面医保改革的大胆承诺以及总统早期任期中推行的一切都不感兴趣的自由主义积极分子。拉姆认为新的消费者保护机构也会与其他公众产生共鸣，并争取他们更广泛地支持法案，以攻为守，将反对派置于防守状态。这比那些诸如“解决方案授权”或者“衍生品清算中心”等难以理解的改革方案更加容易明白。

很多大银行和绝大多数传统行业游说团体决定对新设立的消费者保护机构发动战争。这正好对我们有利，它们真是愚蠢。建立更为强大的消费者监督制度不会对能力出众、品行端正的银行带来严重的风险，甚至可以帮助它们避免被那些监管较少的竞争对手抢占市场份额。但是一些来自华盛顿的最有能力的交易商集团选择直接反对我们这个唯一获得广泛民众支持的改革，它们宣称我们正在计划监管屠宰场和鲜花店，试图引发荒谬的恐慌。在后来的进程中，尼尔·沃林给我看了他准备在美国商会进行的关于经济泡沫的激烈演讲草稿，其中揭露了商会发起的恶意攻击消费者保护机构战争中的漏洞。他问我是不是觉得很过瘾，我说当然过瘾。

我告诉他，“我不能做这样的演讲，但你绝对可以。”

很多企业以及金融公司的高管在总统采取经济救助措施之后，没过多久就发现总统对他们的利益抱着毫不留情的敌视态度，这也是由于他们的底线所决定的。卡罗尔有时会读一些CEO们发表在报刊上的内容给我听，说他们的银行就算没有政府的帮助也会很好，这使我想起在危机期间他们打到我家里的绝命求救电话。我在财政部举办了一系列的招待晚宴，邀请来自美国各地的CEO们，他们中的很多人似乎真的相信我是这个毫不留情的反商业政府的局外人。我试图去提醒他们总统为干预金融与经济已经付出了巨大的政治代价，这些干预已经使他们的生意和股价有了很大的好转。在听了一次关于政府干预私人投资者的抱怨之后，我跟他们讲了林登·约翰逊（Lyndon Johnson）在回应查尔斯·戴高乐

（Charles de Gaulle）希望美国从法国撤回我们的驻军的故事：您难道也希望我们撤回牺牲战士的坟墓吗？

“那是一个很好的故事，但是他们不知道你在说些什么。”尼尔晚宴之后对我说。

我们知道金融家和其他的商业人士将会攻击多德–弗兰克法案，但那时，我更担心的是来自监管机构的反对所造成的伤害。这并不是说我希望他们支持总统实施的所有改革。在这场危机中我看清了很多本位主义者。但是我惊讶于他们自私自利游说的密集程度，不仅仅是在消费者保护的问题上，而是几乎在所有的事情上。那年夏天，仅仅当我们发布了88页的白皮书，上面详细介绍了我们的改革建议和大部分立法提案时，各类监管机构便挤满了国会大楼。2009年7月底，我邀请这些监管者去财政部开了一个会，用异常酷烈的语言告诉他们，绕过我们而在国会争取自己的利益，其代价是牺牲他人的利益，这会破坏通过强效一致法案的前景。

“你们现在很开心，愚弄我们，并竭力保护你们的地盘，”我告诉他们说，“你们正在搞砸这次有意义的改革机会。你们应该知道，到改革进程接近尾声时，我们还在原来的位置上而你们已经出局。”我想要让他们明白，如果他们继续破坏改革，我们将会凭借现有的职权破坏他们的好事，尽管我猜“破坏”并不能确切地表达我的这种情绪。这个房间里的一些我的崇拜者把我讲话的概要泄露给了《华尔街日报》，于是有了一个关于我“花边修饰过的批评”的头条新闻，标题是“改革步履蹒跚，盖特纳冲着监管者发火”。

我认为我当时的表现可以说是很有策略的了，但那只是沮丧的咆哮罢了，当然，这没有起什么积极的作用。3天之后，尼尔转给我一封来自伊丽莎白·沃伦的邮件，说奥巴马政府的美国证券交易委员会主席玛丽·夏皮罗（Mary Schapiro）——曾经是一向合作的监管者，也是我们改革的有力支持者——游说共和党参议员苏珊·柯林斯（Susan Collins）反对我们提出的消费者保护机构。

“如果这是事实（天晓得），太过分了！”尼尔写道。

一旦我们发布我们的法案草案，众议院的议员们就会像他们在华盛顿所说的，应该要采取行动了。

众议院是多数派的机构，而且民主党拥有大多数坚实的拥护者，所以我们可能通过一些提案。我们还有主席巴尼·弗兰克作为盟友，他是最厉害的国会议员。我第一次见巴尼是在克林顿政府从事第三世界债务减免工作的时候；我记得他曾经在深夜的时候把我从多数党领袖办公室的会议里拉出来，向我咆哮IMF所做的一些事情。他也不再过分地与我们推行的金融改革唱反调，但是幸运的是，我们在大多数观点上还是达成了共识。他必须符合他的委员会里民主党的政治需求——他们是些自由主义的民粹主义者，他们想要擦亮反华尔街标志的可信性，并且调和选区内主要的金融利益——但当我们存在异议时，我们必须努力搞定他们。

比如，在2009年9月份，巴尼打算为消费者保护机构发布法案草案的有关言论，财政部长助理迈克尔·巴尔认为这些言论问题百出，他是法律专家以及罗德学者，正在为我们的法案争取支持。他写信给巴尼的幕僚主管说："那些有关消费者保护的重要领域将会消失。"巴尔也给我发邮件说，"我并不是想让进程慢下来，但是这件事情确实是乱糟糟。"但是巴尔在第二天去国会的时候，他和巴尼的团队理顺了很多关于法案的事情。

巴尼非常适合推进这样充满政治性担忧的法案。在国会为自由主义事业奋斗了30多年后，巴尼在抵御左翼极端的民粹主义措施上拥有足够的可信度，这些极端的民粹主义将会严重破坏金融系统，但是他也没有被那些过度紧张的行业警告所动摇。这些警告是说任何更为严厉的监管条例都会扼杀就业并且使商业活动陷入赤字。他没有幻想得到众议院共和党人的支持，他们步调一致地反对经济刺激，而且他们也将反对医疗改革，但他还是向他的民主党说清楚，他们不可能得到所有想要获得的利益并且同时让法案通过。巴尼是一个现实主义者，他明白国会里的政治，不会因为过于追求完美而坏事。

这些政治角逐可不是一般复杂。让国会的委员会将提案标注为法案，经常需要花费好几个小时，只有标注为法案才会被整个众议院考虑。2009年秋，巴尼的金融改革被标注为法案的过程就花了7个星期。特殊利益集团都在全面发力，华尔街的大型银行尽管财大气粗、拥有极高信誉，也都不算是最有影响力的。那些小型社区银行在每一个国会选区都有成员，即使我们竭力反对，它们仍然在很大程度上避开了新消费者保护机构的直接监管。它们还帮助设计了联邦存款保险公司保险基金

的功能角色转变，让更大的银行负担更高份额的费用，这也是我们所支持的。而那些大型银行已经成为政治毒药，使它们不得不争取其他的特殊利益集团来帮助推进它们的目标，比如美国商会，以及那些使用金融衍生品的特定工业企业和农业企业。

说客的斗争、监管的内讧、共和党的不妥协以及民主党内部之间的分歧，这一系列因素组合起来使巴尼的国会立法过程（就像制作香肠）面临艰巨的挑战。其中一个惨痛的实例就是对那些有影响力的汽车经销商游说团体的妥协，这些团体同样出现在每一个国会选区。虽然众议院的共和党议员们对支持整个多德–弗兰克法案毫无兴趣，但他们在国会议员约翰·坎贝尔（John Campbell）的带领下联合了起来，推进一个修订案。约翰·坎贝尔曾经是加利福尼亚的一个汽车经销商，这个修订案能使他的老本行免受消费者保护机构的监管。而这是一个极其糟糕的政策；对大多数家庭来说，汽车是他们除了房子之外最重要的资产，而这项修订案则使他们更加容易受欺诈侵害。然而，由于足够多的民主党成员屈从于在老家的那些汽车销售员施加的压力，修订案最终获得了委员会的通过。

那些共和党成员步调一致的反对，也意味着作为子集的民主党多数派可以提出赎金的要求来换取他们的选票。国会的黑人同盟威胁反对改革，除非巴尼同意为失业者增加30亿美元的抵押贷款，并且增加10亿美元帮助各个城市的市政府购买止赎的房产。这些都是有价值的理由，但同时也说明了我们政治上的紧张气氛。作为中间派的新民主党联盟中也有一些成员与金融业关系密切，他们威胁要阻止该法案，除非我们禁止各州通过比联邦法案更严格的消费者保护法规，在尼尔·沃林巧妙地运用了一些妥协性语言之后，他们做出了让步。但是再一次，共和党人的绝不合作给民主党方面的立法者以巨大的力量来谋求妥协。

尽管形势如此，众议院的民主党人还是在12月通过了一项法案——仍然没有共和党的一张选票——和我们大多数的提议相符。这项法案要求监管者对那些大规模的系统重要性的银行实施比地方性银行和社区银行更为严格的监管。这项法案创建了新的权力来监控系统性风险，尽管它把这些权力赋予了跨部门委员会，而不是美联储。它要求对广泛的衍生品建立中央结算系统，要求更加透明化的交易和更严格的保证金要求，尽管在特定的利益上它允许出现较多的例外，而且它批准建立强大而独立的消费者保护机构，尽管这对汽车经销商和社区银行来说就像割

肉。

众议院议案也为破产的大公司创建了新的破产清算机构，但其结果却夹杂着反救助的狂热和联邦存款保险公司的一些误导性想法，这很让人困惑。该法案设想对那些必须结清头寸的公司抵押债权人进行资产减记10%，这无疑会加剧恐慌。该法案还取消了联邦存款保险公司的担保权，而这种担保权对我们成功应对危机是至关重要的，这等于放弃了政府工具箱里的一个重要工具。该法案并未以政府的开放式信用额度来为这类破产进程筹资，并在以后从该行业中收回成本，而是创建了一个1 500亿美元的基金，它可提前筹资并完全由联邦存款保险公司控制。这是一项糟糕的政策；这个基金并没有大到让一个拥有万亿资产的银行在金融危机时感觉轻松。它也是一项糟糕的政治，让共和党人嘲笑整个法案为“救助基金”。

尽管如此，我们仍然很高兴众议院通过了自罗斯福新政之后最为雄心勃勃的金融制度改革。我希望参议院可以修复它的缺点。

我们也在国际上取得了进展。

2009年4月，我们在伦敦建议为金融改革设立一个更为强大的全球协调机构，名为金融稳定委员会。我设想它会成为继国际货币基金组织、世界银行和世界贸易组织之后，协调国际经济的第四大新支柱。我们决定给予主要的新兴市场经济体，例如中国和印度一席之地，以便他们成为参与新规则设计的成员，而他们也将因此更乐意加强本国正在成长的金融市场。在9月份匹兹堡的G20峰会上，我们帮助各国在建立全球范围更为严格的资本标准上达成共识，对于那些具有系统重要性的大公司则有更高的要求——加之以更高的流动性和新的杠杆率要求。虽然有很多被金融危机伤害的其他国家支持美国，但美国依旧是改革主要的倡导者。在2010年初期，国际社会已经认同了改革，这项改革将大幅提高金融系统的抗冲击能力。

这真是令人惊讶。这项最新的国际资本准则花费了6年的时间谈判。我们在不到一年的时间里，在更强大、更复杂、更全面的改革层面上达成了共识。但关于具体数字和正式法规的很多详细谈判仍摆在我们面前，还伴随着具体实施方法的挑战，但这对于一次国际努力来说仍是闪电般的速度。

在此次全球发展和合作中，我们偶尔的争议也得到了更多的关注，特别是我与英国首相戈登·布朗的小口角。他是苏格兰工党的政治家，我第一次见他时，他是英国的财政大臣，而我则是一位中层的财政部官员。2009年11月，布朗陷入艰难的竞选连任中，他让自己的政治顾问向戴维·阿克塞尔罗德求助，以获得政府对全球金融交易征税的支持。这个所谓的托宾税是长久以来民粹主义的最爱，这也可以看成是一种既从经济利益中获得收益，又遏制金融投机行为的途径。这个税种很多国家已经开始尝试了，在美国甚至有一种针对股权交易的小型税收，用以资助证券交易委员会。但是布朗的建议很容易被资深老道的投资者规避，却会伤害许多散户，同时也不会提高多少收入，而且对投机行为也没有什么大的影响。我告诉阿克塞尔罗德我们不能支持它。无论如何，他也不会希望总统认可全球税收的提高。

那个月末，我和布朗于G20峰会之前在苏格兰圣·安德鲁斯进行了私人会面，他再一次向我推销托宾税。我告诉他我们不会支持，但是我们接受其他补偿金融救助开销的办法。我说我们已经考虑对银行杠杆征税，我们认为这将会对减少冒险行为有更大的帮助，也有助于增加纳税人的收入。我试图向他说明，我想帮助他避免与美国公开争论，但他就是想要开征托宾税。

那天晚些时候，我接受英国版福克斯新闻，即天空新闻频道的采访，这家新闻媒体由鲁伯特·默多克（Rupert Murdoch）拥有，并一直对布朗和工党持有敌意。他们问我是否支持布朗的金融交易税，我说我们不会支持托宾税，尽管我对他更为广泛的目标，即让金融业自己支付它们的救助资金表示了支持。这掀起了一阵新闻热；布朗的高级顾问告诉阿克塞尔罗德，说我已经强硬地表示了拒绝。布朗打电话向我抱怨说，我让他在右翼电视节目上难堪了，但是我已经提醒过他我的立场。他说他真的希望我能支持他。我再次说我不会那么做。布朗的人向白宫施压，要求白宫收回我的公开声明，我的团队在华盛顿问我是否想要澄清一下。

“澄清什么？”我问道。

在全球实行托宾税没有现实的前景。没有我们的支持，当然不可能有机会推出它，所以我们成了势利小人。后来，萨科齐总统在我出席的一次会议上，对一群世界金融官员说道：“如果不是因为蒂姆，我们可以做得到！”但即便是欧洲大陆，也因为自己的原因而未能达成共识。

很多G20峰会的国家已经不再支持设计更为合理的银行杠杆税，而我们正是建议美国以此来覆盖问题资产救助计划的预期损失。但是这在国会上也没什么吸引力，甚至在民主党中也没有，即使我们称它为费用，以避免反征税者的歇斯底里。最终，是否需要开征这个税种并没什么关系，因为问题资产救助计划的花费曾预计超过1 000亿美元，可后来逐渐减少到0。

***

在政治上，我们的前方依然面临着艰难的金融改革道路。在12月末，阿克塞尔罗德给我看了投票数据：61%的美国人认为银行对美国政府具有很大的影响力。而银行当然不会这么想，但是这没有关系。我们依旧处于政治的无人地带，做着足够让右翼憎恶但却不足以令左翼喜欢的事。保守党认为我们是挥霍的社会主义者，而自由派认为我们是和银行沆瀣一气的。

事实上，我们和银行还有其他特定利益方是处于对立开战状态的，它们想要稀释我们的改革成果。发薪日贷款机构不想被新的消费者保护机构监管；保险公司不想被指定为金融系统重要性公司；华尔街的公司争辩说它们不必在交易所来交易衍生工具。以尼尔·沃林和迈克尔·巴尔为首的我的团队对此进行了回击，而我和总统在每一回合都会坚决支持他们。我记得波音公司的CEO告诉我说现状对波音公司很有利，因为他们可以通过衍生品交易商的私下安排获得更好的条件。我告诉他："你看，如果每个人都进来告诉我他们正在从自己的交易商那里得到特惠，可能没有一个人能得到真正的好处。"在尼尔做完关于消费者保护机构的抗辩演讲之后，那些为社团和各大金融交易组织游说的人来见我并抱怨说，财政部官员在任何事情上都与他们作对。

"我的团队之所以驳回你的建议，是因为这对国家来说是不利的，"我告诉他们说，"并且我们也将继续这么做。"

从我的角度来看，这些来自各方面的抨击都深刻地反映了奥巴马政府中政策压倒政治的程度。总统反复向我们解释，他想要我们做正确的事情，即使这些事情并不受欢迎，但我们是由实证证据而非民意来指导行动的。他对我们具有实质性的政策判断表现出了格外的尊重。我们可以探讨我们所做决定的政治后果，但是在经济和金融政策的核心问题

上，政治并不能左右我们的决定。我欣赏总统的信念，他认为我们应该做任何我们认为对结束这场危机、恢复经济、改革金融系统来说必要的事情，然后让公众来评判结果。

当然，我们想要做出成绩就必须通过立法，这不仅仅是如何利用好国会赋予总统的权力的问题，我们还得对政治保持更高的敏感度，这在金融改革方面尤其如此。一种较为普遍的观点认为我们离金融界太近了，以至于损害了我们起草法案的努力。就像微软全国有线广播电视公司（MSNBC）的主持人蕾切尔·玛朵（Rachel Maddow）曾经告诉我的那样，对于很多民主党人来说，很难相信我是这项艰难改革的设计者，因为对他们来说，我代表的是华尔街不公正金融救助的面孔。

公众对我们动机的疑虑让总统很懊恼，他渴望反击那些主流舆论的说法。我们正在为全面深化改革而奋斗，包括建立那个连其拥护者也曾认为是白日梦的新消费者保护机构，然而，公众与新闻媒体想当然地认为我们是在听命于银行，唯其马首是瞻。“他们真的认为我们是下定决心了的。”总统告诉我，他刚刚读到的一篇关于危机的报道，并对此感到很惊讶。

我建议他不要去读那些东西，但他是个新闻爱好者，而且他知道下定决心与否对参议院民主党是否站在我们这边也没什么帮助。奥巴马总统从不让我出于政治目的而支持不好的政策，但是他也确实要求我在批判公众叫好却十分糟糕的建议时，避免无端地攻击到一些民主党人士。而且他还不断地问我们是否对各大银行足够强硬。他对保罗·沃克尔的建议特别感兴趣，保罗建议禁止传统银行从事“自营交易”，禁止传统银行炒卖自己账户的同时，又因为享受政府的安全保障而获得廉价的资金。

沃克尔在多个会议场合都举例说明银行不能像对冲基金那样行动，在押宝投注失败时，所持有的交易风险却迫使美联储或联邦存款保险公司去驰援。他相信投资银行自命不凡的企业文化，是由超现实的薪酬方案推动的，而这种薪酬方案在某些方面会奖励短期冒险行为，这让传统银行也受到影响从而去争夺生意。他花了单独的一页篇幅草拟了自营交易禁令，并且把它当作一项简单明了的方法来抑制投机行为，他认为投机行为让华尔街成了赌场。这将部分替代旧的格拉斯–斯蒂尔（GlassSteagall）法案，该法案是约束银行从事非银行金融行为的，这些努力意在恢复沃克尔作为一位商业银行家时期的那种保守风气。

我和拉瑞对此深感怀疑。在金融危机中，银行的自营交易扮演不了多么重要的角色。对于传统银行的经营失败，主要问题在于传统的贷款，绝大多数是按揭贷款。并且遭受重大损失的公司——投资银行，政府支持的企业（GSEs）如房利美和房地美，还有那家失控的保险公司——并不是拥有存款保险的传统银行。当然还有一些银行将很多风险放在它们的投资分支机构，风险使它们变得脆弱，如花旗银行、收购美林之后的美国银行。但是我们认为自营交易禁令将很难定义，并且最终会损害市场的流动性。我们并不想阻止银行去对冲风险或者自主地匹配证券买家和卖家，并且也很难区分这些对冲和“做市商” 活动与纯粹投机活动的区别。

但是在2010年6月， 即使在斯科特·布朗击溃阻挠议事的民主党多数派议员之前，改革方案获得参议院通过的前景也显得暗淡无光。当我们最终能借助民粹主义的力量，来支持我们法案的时候，我们为降低失业率和房屋止赎申请的努力已化成泡影，我们对于真正改革的热切期望也备受冷嘲热讽。沃克尔得到许多左翼人士的信任，他被认为是对改革立法缺乏热情的人，尽管他支持我们所做的大部分工作。他的担忧——以及觉得这些担忧不能得到财政部或白宫的关注——被视为我们的改革软弱无力的证据。

我往往会发出反对为了政治需要而妥协让步的内部声音，但是我认为让沃克尔更专心致力于多德–弗兰克（Dodd-Frank）法案的工作，将会更有益于让他的想法实质化。我不知道这将对稳定金融系统起多大作用，但是我认为我们可以设计出对正常有益的金融活动潜在伤害最小化的方案。在平安夜我和沃克尔吃完午餐之后，我到总统那里告诉他说，我们可以把沃克尔也拉进来一起干，这样就可以把我们的建议整合在一起。对于我来说，这是纯粹立法上的考量。我忘了通知拉瑞在这个问题上我已推进到何种程度，这让他很不高兴；他认为我是愚蠢并怯懦地向民粹主义让步。但是总统很满意。我们起草了一些立法草案，同时阿克塞尔罗德想出了一个主意，称之为“沃克尔法则”。

2010年6月21日，奥巴马总统在外交接待室当着多德、弗兰克、我们的经济团队还有沃克尔的面，宣布了我们的新建议。我们只是通知了多德和弗兰克，但我们并没有向他们咨询。多德很恼火，因为他觉得我们要搞砸他在参议院的谈判。弗兰克也很恼火，因为我们的法案看起来比他的更甚。他曾考虑到我们的反对，抛弃了众议院法案中一些类似的

民粹主义条款。拉瑞很气愤，因为他认为我实质上在向那帮旧约式的人群屈服。但是大家对反对允许由政府支持的银行运行对冲基金和私募股权基金的政策产生了争论，而这种基于道德风险的争论还是很合理的。总统也利用典礼致辞的形式，试图为我们广泛的、深化的改革加油鼓劲。

“到目前为止，我们看到在最近几周里华尔街成群的业内说客齐聚国会，试图阻挠我们前进路上最基本的合理法规，而这些法规都是保护我们的经济和美国人民的，”总统说，“如果这帮人想要战斗，那我已经做好了战斗的准备。”

此时，总统的宣言被嘲讽为对日前斯科特·布朗胜利的愤世嫉俗式的反应；其实在我们知道布朗胜利之前，我们就已经计划好了这次宣言，但没有人相信。我对沃克尔法则从反对转变为支持当然是政治性的，但对通过更广泛改革方案的渴望也推动我这么做，这在时机上也真是太巧合了。由于我对早期版本的沃克尔法则缺乏热情，这也不是什么秘密了——宣布会上拍到的照片就显示我正盯着地板看——因此总统对沃克尔法则的投怀送抱就像在指责我。这虽然滑稽但也合理，因为如果我也被视为沃克尔法则的拥护者，那么好像民主党也没剩下多少权力了。

我记得鲍勃·鲁宾，他常对民粹主义持怀疑态度，曾告诉我说他并不认为沃克尔法则是个好主意。

“如你站在我的立场上，你就会觉得这是个很好的主意。”我告诉他。

参议院在某种程度上没有像众议院那样多数派主义色彩或者派系感很强，一部分原因是得到60票就能通过并以此克服从中作梗者，另一部分原因则是6年的任期可以让参议员们更轻松地应对竞选，最后一部分原因是参议院代表了整个国家，而非为政党利益重新划分选区或者搞政府党派均衡主义。在斯科特·布朗选举前很长一段时间，我们还需要至少一名共和党参议员，才能通过金融改革法案。多德主席在参议院工作了30多年，想要在银行委员会的问题上达成两党一致。他很早就宣布，他会与来自亚拉巴马州的保守派共和党人士，即参议院副主席理查德·谢尔比协商相关条款。我们担心协调的潜在成本太高，但多德比我们更了解参议院，他说如果没有共和党的合作，他还从未通过任何重要法案。

我对多德了解不多，在美国国际集团风雨飘摇之际，我们之间就有了颇为不顺的开始；因为他在关于经济复苏法案中的言论，即禁止履行追溯奖金合同，导致我们的工作人员相互指责。他是一位充满智慧且经验丰富的华盛顿内部人士，但他面临着竞选连任。我们担心这会让他坚持反对民粹主义压力的立场变得困难，也会让他更加谨慎地推动法案。2010年1月，在他决定不参加竞选连任后，我们有时候也会担心他会过于迫切地想通过一项法案，从而为其政治生涯树碑立传，当然，这是总统首先牺牲优先权力之后才能达成的最终协议。在白宫，人们对多德与共和党人彼此寻找共同点的努力也有些怀疑。在华盛顿，我们也从来看不到两党达成共识的希望，而且在其他一些障碍中也可以看出这一点，共和党人已经清楚地表明，他们绝不会支持任何包含建立独立的消费者保护机构的立法，在这一点上我们已经没什么好谈的了。

有时候，参议员谢尔比看起来对两党联合改革相当感兴趣。在财政部早期的一次晚宴上，他表现出对要求更高的资本金、衍生品中央结算系统，还有其他政府优先项目的热情。但在夏季茶党主义运动之后，共和党人意识到他们的基本立场必须是不能够对专制的社会主义总统有任何妥协，谢尔比开始变得更具对抗性。但即使是在内部场合，我们也能感受到是他的智囊团队成员在将他拉回到原来的政治立场。在国会大厦多德密室的一次会议上，谢尔比正在逐步对一些有争议的问题采取妥协姿态，可他话说了一半就突然停了下来，他看到他的一位高级助手正向他使眼色并且摇头。

“但是，当然了，”谢尔比赶紧补充道，“结果取决于我的核心团队愿意做些什么。”

我们当然怀疑共和党人的核心团队能做些什么。我们曾看到参议员鲍克斯花费了数月的宝贵时间，以争取共和党人支持奥巴马的医改；可是到最后，没有一个共和党人投赞成票。参议院尽管依然不像众议院那样派系感那么强，但在奥巴马执政时，这种边际红利迅速就萎缩消失了。共和党中反对为华尔街筹集救助计划资金的代表人物参议员麦克康奈尔后来宣称，他的头号目标是，只让奥巴马当一届的总统，他的这种坦诚真是令人惊讶。

果然， 2010年2月上旬，多德宣布他与谢尔比的协商陷入了僵局。多德又宣布他将与来自田纳西州的共和党参议员鲍勃·考克（Bob Corker）开始新的谈判；3月上旬，这种合作关系也同样分崩离析了。

我们开始感觉到委员会里的共和党人想要搞得多么糟糕，因为在多德标注法案之前——包括将法案生效日期推迟10天、11天或者12天等——共和党人就提起数以百计的修正案，并决定不接受多德的任何标注法案，这本质上是在宣布，他们不想为金融改革做任何事情。

多德仍然很有耐心，持续的两党合作对说服参议院温和派共和党人——布朗、苏珊·柯林斯和来自缅因州的奥林匹亚·斯诺威（Olympia Snowe）——考虑支持法案是很重要的。多德寻找两党共同点的善意努力也帮助说服了温和派民主党人，最终在缺乏两党联合支持下通过一项法案；比如鲍克斯关于医疗改革的法案，多德曾向其核心团队展示，在这项法案上两党达成广泛的共识是不可能的。不管怎样，多德是一位交易撮合者，是一位非常熟练的立法议员。但有时，我们也不同意他的一些调和，比如他应南达科他州民主党参议员蒂姆·约翰逊之请，同意为经纪人和投资顾问废止新的保证财务报告可靠性的信托责任要求。“保护投资者免遭恶劣而无谓损失的措施，”巴尔写信对我说，“仍在等待更多投资者陷入泥沼。”

但这新的信托责任最终还是得以恢复。参议员多德与我们密切协作，每当我们告诉他，我们有个真正的问题需要改变，看他是否考虑支持我们，他会努力回应我们的关切。有一次，迈克尔·巴尔和财政部银行业律师劳瑞·谢菲尔来我的办公室拜访时对我说，多德想要废除美联储的许多监管职责。我的第一反应就是没门儿。英国曾将央行的最终贷款人的角色与其监管职责分离，这带来了灾难性的后果；英国央行缺乏接地气的监管职能，就不能更好地感知势态发展，结果严重低估了危机并任由北岩银行遭遇挤兑而衰落。但当总统邀请多德来到总统办公室，并以更礼貌的口吻表达了与我相似的看法与情绪后，多德改变了他的主意。他促使我们采取更加现实的行动，同时也折中屈就了我们所提出的要求，但他明白他需要总统来最终完成该法案。

我们还有类似“啊噢”的糟糕时刻，在衍生品监管问题上的结果就不尽如人意。在2010年4月上旬，来自阿肯色州（属于深红政治色彩）的参议员、农业委员会主席、温和派民主党人布兰查·林肯（Blanche Lincoln），在衍生品监管的问题上向巴尔发出了微弱的危害性言论，说可以不要求衍生品的强制性中央结算，也可以不要求衍生品交易更公开化。我们明白这极具政治敏感性——林肯正在谋求连任，但是她陷入了困境——但在周末与白宫谈话后，我们让她明白如果她继续以目前的形

式谈论衍生品监管问题，总统将会反对她的言论。于是她立即以截然不同的建议，代替了先前对银行友好的言论，她的建议充满了民粹主义，实质上将禁止商业银行从事衍生品业务，这让我们目瞪口呆。

参议员林肯在转向右翼失败后，现在又开始转向左翼。她想挫败一位当初抨击她为银行工具的自由派民主党初选对手。由于我们拒绝她最初的言辞，她的团队也试图回击我们；他们称新的条款为“锦上添花”。但我们也看不出来林肯所提交的如此泛泛而又凌乱的修正案能够减少系统风险。禁止在联邦存款保险公司投保的银行从事衍生品业务，只会将更多的衍生品业务赶入未投保的非银行机构。银行需要利用衍生品来对冲它们的风险，而且我也不明白为什么不允许银行帮助它们的客户对冲风险。我把所有这些解释给总统听，他同意我们关注问题的本质，但他还是告诉我这次要谨慎回击。林肯的修正案很快变成了左翼重新集结的新口号，而且我反对的证据只会增强他们的信念：这是必要而且合理的。

在2010年4月，即美国证监会对高盛投资公司和一位年轻的交易员法布里斯·图尔（Fabrice　Tourre）提起欺诈指控后，还有另一阵民粹主义的发作。法布里斯·图尔曾发邮件称自己“料事如神”，并嘲讽高盛卖给客户的抵押贷款证券。他被控告未能向高盛的客户，即这些复杂证券的买家披露重大信息，这种证券是由其他想做空房地产市场的客户投入所创设的。看到这个案例变成华尔街背信弃义的象征，我感到很吃惊；这些行为应该受到惩罚，但受害者也并非那么值得同情，就像大的金融机构在房地产市场所进行的相反投注那样。但来自密歇根的民主党参议员卡尔·莱文（Carl　Levin）却创造了戏剧性的一幕，他在听证会上折磨几位高盛的高管，不停地询问他们私下称之为“垃圾”交易的情况。这是民粹主义愤怒复苏的好时机，但是这也帮助推进了改革，我们担心多德–弗兰克法案可能因向右翼妥协而受到削弱，但在几个月之后，我们又开始担心向左扭曲得太远了。

比如， 5月10日，参议员莱文和来自俄勒冈州的进步人士杰夫·莫克雷（Jeff Merkley），发布了一项他们称为比“沃克尔法则”更严格的修正案，还有来自保罗·沃克尔自己的支持声明。这证明它比我们的版本还耀眼，并且成为左翼新的试金石。我们对莫克雷–莱文（Merkley-Levin）修正案中有关自营交易的规定感到不安，而这也成为我们对华尔街软弱的最新证据。

莫克雷–莱文修正案的确扩大了自营交易的定义，超出了我们曾经提出的定义，但我们并不认为这比我们的更好，或实际上更严格。但它的全面限制会被各式各样的漏洞所抵消，也使修正案比沃克尔的单页概要更加复杂化，而且也更难实施。莫克雷的坦诚也令我钦佩，他告诉我说他想支持强硬的“沃克尔法则”，但做到这一点他需要豁免保险公司和房地产投资，因为这些产业对他的州来说很重要，这对其他许多赞成改革的参议员也是如此。在一封邮件中，巴尔说多德也想与斯科特· 布朗以及他的共和党同僚嘉德·格雷格，还有民主党人士马克·沃纳、伊凡·贝赫、约翰·凯瑞进行协调，“设立信托、流动账户、更广泛的保险公司以及子公司、支线基金、种子资本支持的对冲基金等，其中大多数公司设立在马萨诸塞州。”修正案最终看起来像块瑞士奶酪，大家都想分一点。

与国会打交道，说得婉转一些，感觉他们在寻找最优的公共政策时，并不是个小心审慎的过程。我记得会见那位风度翩翩的参议员布朗时，他刚刚在一次活动中抨击完“内布拉斯加州的补贴政策”后来到华盛顿。这项补贴政策是本·尼尔森在医疗法案中为内布拉斯加州争取的。我和布朗谈论了我们的孩子和三项全能运动，当谈话最终转到实质问题时，他说他喜欢金融改革的主意，并期待和我们并肩战斗。但他说他需要保护马萨诸塞州的两家金融机构免受“沃克尔法则”的限制，并且语气认真而又自然。

然后，他紧锁眉头并转向他的助手。

“这两家机构又是谁来着？”他问道。

也许是为了更婉转地保护这两家公司——他的助手确认这两家公司为富达基金管理公司（Fidelity）和道富银行（State Street）——布朗后来提出更广泛地削弱整个“沃克尔法则”的建议，允许银行高达3%的资本投资于对冲基金和私募股权基金。我的团队不喜欢这样的建议，沃克尔也是如此，但我们也无能为力。我们需要 60票才能通过改革，但我们并没有足够多的共和党人投赞成票，而一些民主党人也威胁说要投反对票。这些妥协最终会毁了改革立法，但巴尔担心成千上万次的削减提案会把改革搞死了。

“没什么好悲伤的，在众议院不也面临同样的折磨嘛，”他警告我说，“我们需要快点结束它。”而艰苦的谈判压力仍在。

尽管在整个法案上陷入僵局，多德仍与谢尔比达成一项协议，即免除破产银行还有之前筹措的联邦存款保险公司“救助基金”的强制性资产减记，这实际上提高了众议院在破产清算上的话语权。但他们也达成了另一项协议，削减了联邦存款保险公司的担保授权，这种担保授权曾经帮助减缓危机，这是个很严重的问题。作为对那些反对救助者愤怒的让步，在已经救助了贝尔斯登和美国国际集团之后，我们也不得不同意取消美联储对特定公司实施救助的权力，因为我们认为有效的破产清算授权，再加上联邦存款保险公司的担保（还有在“异常和紧急情况下”美联储支持金融系统的一般性授权），将使这些一次性救助不再具有吸引力，也没什么必要性。但我告诉多德，削减担保而不恢复美联储救助破产公司的干预能力，将使金融系统甚至比在恐慌时更加脆弱。

多德告诉我不要担心。修改好参议院议案时已经太晚了，直到5月20日才通过。但众议院和参议院仍在协调各自不同的版本。

“我们要在国会上解决这个问题。”多德告诉我。

不论怎样，我还是很担心，我也这样对总统说了。但我们都明白，他不能否决这项改革，因为这将使救助更加困难。

在6月份，我们在国会召开了一次盛大的会议，为接下来的参众两院会议梳理好优先议程。但到此时，多德和弗兰克已不再想听那些使最后进程复杂化的言论。那次会议上我唯一的记忆就是，我背后电视上正上演着洛杉矶湖人队的NBA总决赛，而每个人的眼睛都盯着比赛。某一刻拉姆打断大家并指着他电视中的兄弟。那是一位好莱坞经纪人，正坐在比赛现场的前排。

我们仍然希望多德能如他所说的那样，在这次会议上恢复联邦存款保险公司的担保授权。但几天后，我们的银行律师劳瑞·谢菲尔作为多德的法律顾问参加了一次后续会议，她透露说担保授权的问题已不予讨论了。

“她说我们会在一两年后回来解决这个问题，”谢菲尔写道，“她说在过渡时期希望不会再次发生金融危机。”

好吧，希望不会。积极的一面是，会议采纳了参议院的破产清算授权版本。林肯修正案虽然也进入了最终的法案，但只是以更为有限的形式，仅仅要求银行将很少一些类型的衍生品转到子公司。消费者保护机

构虽然在技术上被安置在美联储——变成了消费者金融保护局（CFPB）——但最终的话语权充分地保护了它的独立性。

真正的压轴戏发生在6月25日上午5点30分会议最终结束之后。国会预算办公室已将多德–弗兰克法案的成本定在大约200亿美元，因此会议必须批准从大银行和对冲基金身上收取同等的费用来支付这笔预算。斯科特· 布朗曾趁着茶党风波进入参议院，突然宣布他不再支持该立法，因为这违背了他不提高税收的承诺。来自西弗吉尼亚州的民主党参议员罗伯特·伯德由于重病缠身未能到来，而代替他的同僚、来自威斯康星州的民主党人士拉塞尔·范戈尔德拒绝支持这项来自左翼的法案，因此布朗是我们需要争取的第60票。

“布朗的声明——他是要玩儿出局吗？”我发邮件给巴尔。

“是呀，我很担心他。”巴尔回复说。

沃林和巴尔建议用另一种“负担费用”的形式，来吸引布朗回到正轨上来。但最合适的应该是取消我们花费2 250亿美元不良资产救助计划资金的权力，当然这些钱我们从来没动过。与此同时，美国政府正在采取措施来减少未来危机的风险，这是在宣布最近的一次危机结束了。

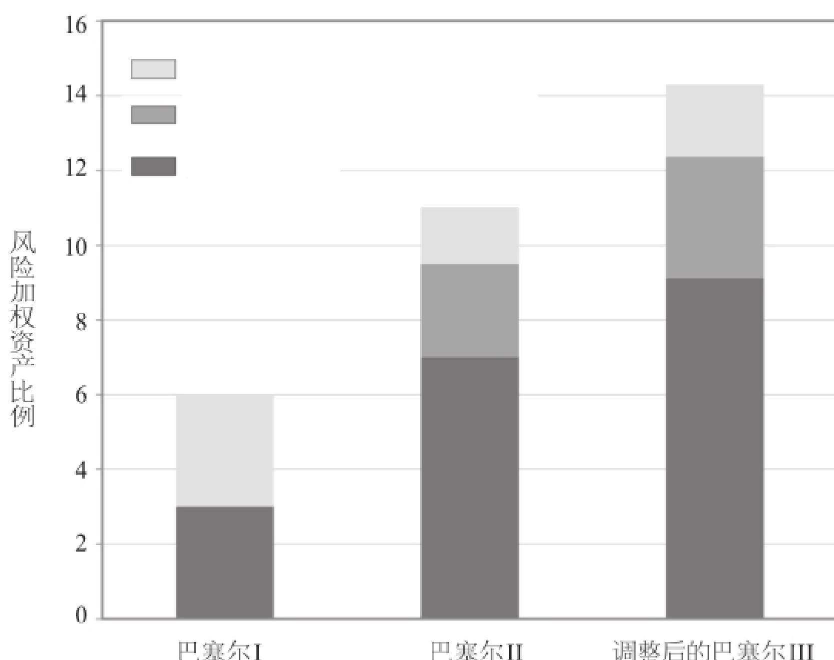
众议院在6月30日以237票对192票通过了华尔街改革和消费者保护法案，有3位共和党人在最终环节转而投了赞成票。随后参议院在7月中旬，以60票对39票通过了该法案，也同样只有3位共和党人投了赞成票。共和党领导人抨击此法案为大政府自由主义的胡作非为，是对自由企业动武，是救助思想的延续。与此同时，许多自由主义者斥责此法案为虚假的改革，是大而不能倒的华尔街银行的胜利。多德–弗兰克法案是混乱和复杂的，它充分反映了美国政治制度中求真务实的核心思想在急剧衰退。它当然是不完美的；我们不可能将一条危船弄上岸而不带一些藤壶。但这是一项重大而且有实质性的成就。总统奥巴马曾承诺让我们野蛮生长的西方金融系统更加安全，他兑现了他的诺言。

多德–弗兰克法案进程艰难，一个被忽视的原因就是：改革的首要任务是加强金融系统的抗冲击能力，而不是把主要精力放在立法斗争上。我可以证明金融稳定需要依靠的是资本、资本，还是资本，但在多德–弗兰克法案中我们看不到设定了哪些要求。这些是需要精心设计的。为了资本、流动性，我们对美联储和其他银行监管机构的杠杆率要

求设置了新的限制，并通过了一项新的国际协议使它们具有国际效力。我们尽到了责任，并且也成功了。

《巴塞尔协议III》要求银行持有更多以及更高质量的资本，而对普通股的最新要求要比现有的标准高出3倍左右，实际上对大型银行的要求要高出4倍。我们强力要求大型银行持有额外的资本，以抵消它们带给全球金融系统的额外风险；这种“系统性附加费”就像污染税，迫使企业内部消化它们强加给外部世界的成本。而美联储对美国银行的新标准比新的国际标准更加严格。从2009年到2012年，由于新规则的实施，以及我们通过不良资产救助计划和压力测试重整金融系统资本的战略，美国前18大银行机构的普通股资本从4 000亿美元上升到了8 000亿美元，翻了一倍。

新规则下全球金融系统更强的抗冲击能力
《巴塞尔协议III》的资本要求



《巴塞尔协议III》的改革，极大地提高了银行必须持有资本的数量和质量，对系统重要性银行甚至有更严格的要求。改革也重新定义了风险权重资产，因此新规则（右侧栏）的全面效果，实际上要求银行持有的一级资本是危机前的两倍多，而最优质的普通股资本则是危机前的4倍。资料来源：国际清算银行、彭博社、联邦储备委员会，以及公司估算。

《巴塞尔协议III》也首次引入了全球范围内的杠杆率限制，这是另一种限制冒险行为的方法，而美国监管机构甚至对大型银行提出了更为

严格的限制。同时，《巴塞尔协议III》也设置了新的流动性标准，这很快就帮助银行系统减少了对短期借款的依赖，而当人们信心消失时，这种短期借款可能就成为挤兑的对象了。危机前的美国银行，稳定的小额存款里每1美元对应1.38美元可用来作为短期借款； 2012年，这个数字下降到了0.64美元。在危机前，美国最大的50家银行机构有14%的资产是现金、国债以及其他流动性金融资产；到2012年，这个比例上升到了23%。美联储仍在推进改革，以阻止三方回购市场的混乱，但日内信用交易是三方回购市场上最明显的薄弱环节，已经下降了90%。这会减少类似当初纽约梅隆银行威胁对美国国家金融服务公司的账务风险隔岸观火那样的风险再现。

即使多德–弗兰克法案没有通过，这些更强的抗风险冲击能力也能推进提升金融系统的稳定性。而多德–弗兰克法案给了美国监管机构在更广泛的金融系统中执行资本和流动性规则的权力。它也给了监管机构识别和监控系统风险（银行、三方回购市场，或者更广范围的影子银行）的新权限，并扩大了面临风险时的保障范围。

法案将其中的一些权力授予金融稳定监督委员会，而不是美联储，这是应付责任的一种倒退。虽然财政部主持该委员会，但却没什么权力去强制独立的监管机构采取协调行动，以使更广泛的金融系统运行得更加健康。当然，多德–弗兰克法案确保美联储在监督系统重要性公司上扮演主导角色，只不过哪些是系统重要性公司是由委员会来指定的，美联储也会在制定美国银行的资本和流动性标准上占领导地位。我相信委员会能提供有价值的协调机制，能为监管机构提供协作的平台，即使这些平台部分是为了保护他们的独立领域。

多德–弗兰克法案也要求执行严格的年度压力测试，这让我们应对危机的创新机制在美国银行监管体系中风光尽显。它要求系统重要性公司证明，它们有充足的资本赖以度过严重的危机，以便在日子好时获得批准来发放股利、回购股票，或其他侵蚀缓冲资本的行为。现在美联储的压力测试，比最初帮助平息危机的测试版本更加严格和保守。2013年测试场景中包括的一项经济衰退损失估算，是以失业率上升至12%以上，并且GDP暴跌6%为基础的。

多德–弗兰克法案囊括了我们大部分关于衍生品的改革建议。标准化的衍生品合约现在必须提交给中央交易对手，或者叫“清算所”，也必须在更为公开的平台上，或者叫作“交易所”的平台上交易。衍生品交易

商会面临资本要求，且必须募集和提供进行衍生品交易的强制性保证金。被缩减的林肯修正案，禁止银行使用一些非标准化衍生品工具，但它们依然可以利用衍生品合约对冲它们自己或者客户的风险。

消费者金融保护局是自环境保护署成立以来最重要的美国新监管机构，最终也跟我们曾提议的差不多，甚至比伊丽莎白·沃伦最初所设想的提议具有更强大、更广泛的权限。它获得授权可以编写和执行大多数金融系统的消费者保护法规，包括讨债公司、发薪日贷款机构、征信报告公司、抵押贷款发放机构、助学贷款提供商，还有其他曾经逃避监管的运营商。它的预算来自于美联储的资金流，这不会受到国会拨款的限制，因此即使那些立法委员不喜欢消费者金融保护局对待他们中意的发薪日贷款机构的方式，他们也不可能阉割了它。唯一令人大失所望的是，汽车经销商取得了豁免，这是在国会做事情不可避免的成本。不然的话，对比那些想要毙掉或者削弱消费者金融保护局的强大利益的集团而言，总统就是大获全胜了。

多德–弗兰克法案就像典型的重大立法那样，有点儿像一棵圣诞树，只不过树上的大部分装饰品还都比较符合我们的品位。有相当一部分的改革措施，并未触及我们认为的解决这场危机的核心问题，但它们大部分是合理的改革。比如，即便“沃克尔法则”并未如我们勾画的那样，它也促使花旗银行、美国银行等机构关闭了其自营交易部门，并剥离了其在对冲基金和私募股权基金持有的股份，这对金融稳定性来说是好事情。该法案也扩大了公众公司的高管薪酬披露范围，给股东们更多的“薪酬话语权”，并为财务重整的公司追溯并调整高管薪酬打开了方便之门——这是限制华尔街过度贪婪的温和但积极的步伐，他们的贪婪曾激怒了沃克尔和众多的美国民众。

一些最初设计得不切实际的改革提案，被以更加实用的形式加入法案之中。来自明尼苏达州的参议员阿尔·弗兰克恩（Al Franken）的提案称，让评级机构随机地分配给评估公司和证券机构，而不管它们的能力如何——我们称此为幸运之轮计划——该提案最终只被用于研究，但国会转为采取措施提升评级机构的透明度并减少它们的利益冲突；这些措施是合理的，尽管它们明显不会确保评级机构的远见或能力，正如我们在2011年亲身体会到的那样。

我们不支持来自特拉华州的参议员特德·考夫曼（Ted Kaufman）的提案，他试图对美国的银行加以精确的规模限制，但我们支持众议院的

类似提案，即授权监管机构拆分银行，如果它们严重威胁到金融稳定性的话。法案也包含了我们关于限制银行集中的提议，即禁止那些集中了金融系统10%以上负债的银行合并。今天，我们的大银行比2007年时规模大一些，这是发生在危机时段的强迫婚姻之自然结果。相对于我们的经济规模来说，它们仍然比国外的银行规模更小一些，集中度更少一些。美国的银行资产大约等于我们的GDP，但德国的银行资产大约是其GDP的3倍，法国和瑞士的银行资产接近其GDP的4倍，还有英国的银行资产是其GDP的8倍。

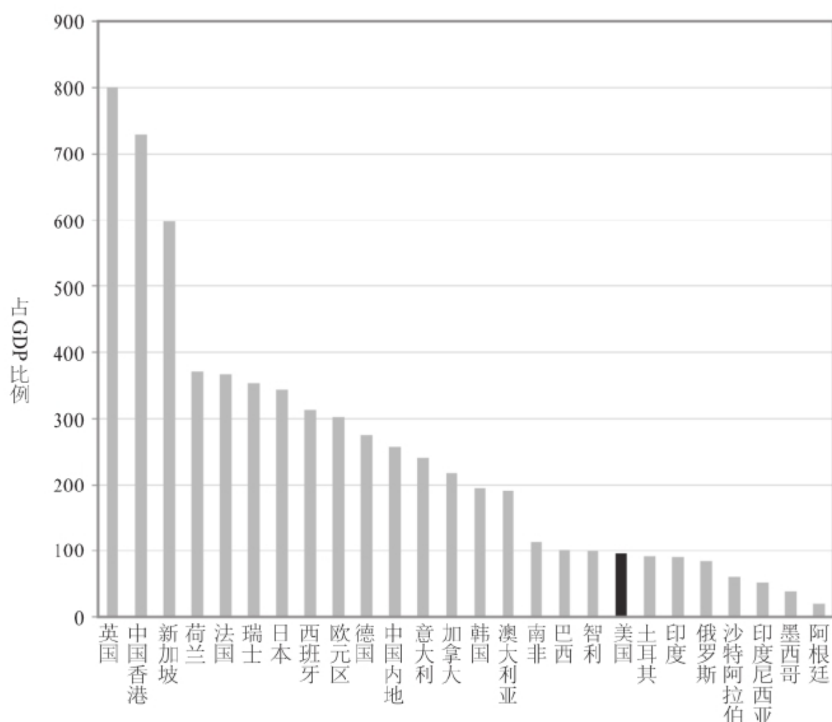
在为金融系统灭火方面，多德–弗兰克法案面临更多的则是毁誉参半。我们对破产清算授权的最终版本感到满意，它授权联邦存款保险公司对失败的系统重要性公司进行破产管理，并以一种有序的方式平息危机。财政部的花费将根据对金融行业的损失评估额，完全由纳税人来支付。立法没有要求原本可能损失惨重的优先债权人承担损失，也没有创设颇具讽刺意味的“救助基金”。大公司也被要求向监管机构提交“生前遗嘱”，即提出如何安全拆分它们的应急方案。这就像为消防部门留下一份楼层的平面图那样，或者就像我们在财政部通常所讲的，规划你们自己的葬礼。现在已经有超过100家的金融公司，制定了陷入困境时公司如何拆分的蓝图。

这些变化——还有限制银行集中度的新规、更强的金融系统抗冲击能力，以及对大型银行更高资本要求的“系统附加费”——正无声无息地减少着银行大而不能倒的风险。由于联邦存款保险公司已经规范化了破产清算授权规则，评级机构减少了为大银行的未担保债务出具“评级上调”的投资建议；未担保债务不再被认为是可以忽略不计的违约风险，而不管其财务状况如何，因为市场对它们倒闭时政府是否会介入救助缺乏信心。今天，很多中小机构比起那些所谓大而不能倒的银行，能借到更便宜的资金。

不太积极的一面是，多德–弗兰克法案取消了联邦存款保险公司广泛的担保授权，而且美联储也失去了借贷给单个非银行机构的权力，这使金融系统会更加脆弱，更容易爆发未来的恐慌。在金融危机中，任随系统重要性金融公司崩溃，而无力阻止恐慌蔓延，这将是灾难性的。这就是为什么雷曼的倒闭会如此可怕，这也是2008年哥伦布日注资时，希拉愿意扩大联邦存款保险公司对银行优先债券的担保授权的原因，这一点是非常重要的，它可以减少已是惊弓之鸟的债权人追着讨债的动机。

但面对立法进程中反对金融救助的狂热，希拉不愿为她的继任者保有该授权而斗争，当然我们也无法说服国会，为一家机构恢复连它自己都不想拥有的这种不受欢迎的权力。

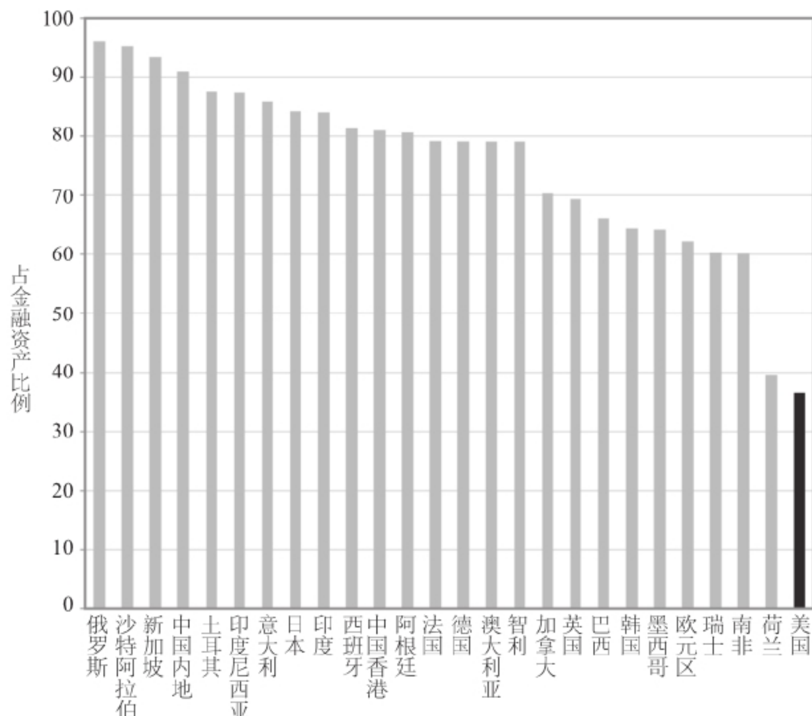
相对于我们的经济规模来说，美国银行系统资产规模较小
不同国家存款机构的资产规模（截止到2012年）



美国的银行资产大约等于美国经济产出的100%，远低于欧洲和亚洲发达国家的比例。换句话说，这意味着我们更能够承担大银行机构破产导致的潜在损失。
来源：金融稳定委员会。

拿走消防部门的灭火工具，当然能确保这些工具不被滥用，但这并不是减少火灾损失的好策略。当我们谈到金融危机时，拿走第一时间急救的应对工具，只能使下次危机爆发时失去控制，从而对经济造成更大的损失，让纳税人花费更多的钱。政府拥有的权力越多，人们越相信政府能致力于避免灾难性的结果；这将会使政府不太可能动用权力，灾难性的结果也不太可能会发生。强大的消防灭火授权，实际上会更容易让公司倒闭；因为你知道有能力避免火势蔓延失去控制，那么你就可以承担让它们多燃烧一会儿的风险。

美国银行信贷规模占比较小
银行系统金融资产占比（截止到2012年）



其他发达国家比美国更依赖于银行提供较大比例的金融资产。这意味着我们的金融系统更少依赖于银行，当银行系统承压时，美国经济通常会受益于信贷的替代来源。然而，在危机时这也变成了大量的风险来源，因为没有传统银行安全保障的非银行机构，更容易受到恐慌的影响。资料来源：金融稳定委员会。

几乎不用说，国会并没有像参议员多德的助手所建议的那样，“一两年后回来解决”联邦存款保险公司的担保授权，但如果现在不解决，当下次危机爆发时，它将最终不得不这样做。但即使在紧急状态下，国会也会慢吞吞地恢复授权，这就是为什么联邦存款保险公司失去担保授权会如此危险。我们看到在2008年，即使在雷曼倒闭以及随之倒下的多米诺骨牌造成了恐慌，众议院仍然拒绝通过不良资产救助计划，在恢复理智前任由市场坠落。政客们不喜欢为可能被讥讽为“提前救助”的计划投赞成票。

当我2013年离开财政部时，我在哈佛大学拉瑞的一个课堂上探讨了这个特别的谜题。他指出不管是左翼还是右翼，盛行的观点都认为，多德–弗兰克法案增加了道德风险，认可了大而不能倒的现状，使未来的救助变得更加可能。

“我直接点儿讲吧，”拉瑞笑着说，“你觉得多德–弗兰克法案最大的

问题是紧急救助授权不足吗？”

是的，我是这样认为的。总统被委以特别的权力来保护国家安全免受威胁。这些权力设有精心的限制，但允许总统在紧急情况下迅速行动。国会应该给予总统和金融急救部门必要的权力，以保护国家免受金融危机的破坏。

多德–弗兰克法案还遗留下了一些其他严重问题悬而未决。

该法案将货币市场基金改革的皮球踢给了证监会，而证监会到目前为止未能制定阻止未来危机的改革方案。在2012年，证监会主席玛丽·夏皮罗宣布她的委员会成员拒绝支持她的改革建议，我以新成立的金融稳定监督委员会主席的身份，写了封信给证监会委员会并提了一些可选建议。“自不稳定的货币市场基金导致大萧条以来最严重的经济危机之后，已经过去4年了，可证监会还未采取行动，现在委员会应该是时候向前推进了。”我写道。玛丽很欢迎我这封信，这帮助她推动了证监会的行动，很快证监会就开始了考虑改革的进程。但自优先储备基金（Reserve Primary Fund）跌破净值后已经5年了，货币市场基金的现状仍未有显著改观，这存在着无比巨大的脆弱性，在后危机时代人们对危机集体失忆消退之前，还未能直面解决这个问题，这不可原谅。

在金融改革进程的早期，我们就认为要试图彻底审视多德–弗兰克法案关于住房金融的政策，将是一个非常沉重的政治负担。当然这也并不是急需的；我们知道房利美和房地美还得被接管一阵子，还有私人抵押贷款蒙受了太严重的损失，一时半会儿也恢复不了。消费者金融保护局将继续颁布一些强有力的法令以阻止抵押贷款被滥用，例如：取缔那些鼓励放贷机构诱导借款人借入不安全贷款的诱因机制，并严格控制“诱惑利率”、“无收入证明贷款”，还有其他粗放的承销行为，同时还促进更加公平的房屋止赎申请进程。但直到现在，美国政府——通过房利美、房地美和联邦住宅管理局——依然是抵押贷款融资的主导力量。

最终，国会将不得不在抵押贷款市场问题上做出一些艰难的选择——不只是如何减少政府的主导角色，还有如何在安全性和易得便利性之间做出权衡。我们应当要求借款人支付更高的首付款，这对一些想拥有房屋的家庭来说会很艰难，但这将有助于减少可怕的崩盘风险，正如我们在危机中看到的那样。更高的首付款要求，有助于提升金融系统的抗冲击能力——这好比金融机构的资本要求或者衍生品投资者的保证金

要求——通过限制高杠杆率的借贷，来限制过度繁荣的风险。并且我认为在严重的经济衰退中，私人抵押贷款市场会持续萎缩，而如果政府为其提供某种形式的担保，这对支持放贷是很必要的，但政府的担保应该明确地限定范围，提高担保价格，像私人企业那样假定这会出现较大损失，从而减少纳税人的风险。但强大的房地产和金融利益集团，加上激进的消费者权益保护者，可能会抵制我们以上所采取的措施，因为我们的措施可能会使抵押贷款提供者更趋保守，抵押贷款需求者更难以承受，因此这些改革措施将会面临挑战，可是我们也不能永远等下去。

除了废除储蓄管理局以及创设消费者金融保护局之外，我们的改革在很大程度上使我们的监管架构处于极其分散的境地，有3家联邦银行监督机构，两家市场监管部门，5家负责沃克尔法则的机构，还有监控市场风险的委员会10名投票成员。这种官僚割据程度虽然比我们2007年时好些，但还是差强人意。这是多德–弗兰克法案制定规章时复杂并延误的最大原因，它削弱了政策结果的应负责任。它也延滞了监管系统应对未来市场金融创新的进化能力。我和总统考虑在2011年和2012年重新解决这个问题，为更简单、更稳固的金融系统而奋斗，但这在政治上似乎是不可逾越的障碍。

金融系统更安全了，但当然并非固若金汤，绝对安全无虞，我们在未来还会遇到信贷繁荣。市场会找到方法绕过管制去实施冒险行为，就像河水绕过石头流过那样。随着时间推移，金融利益集团也会尝试利用它们的政治影响力去削弱这些限制措施。金融创新的步伐往往会超过金融监管，而银行的本性就是一项冒险的事业。因此，除非国会能找到方法恢复联邦存款保险公司的担保授权，否则当下次金融危机来临时，这些金融系统的第一急救员将束手无策。

但总体而言，我认为总统、监管机构，还有国会——主要是国会民主党人——在解决这个非常复杂的问题上还是卓有成效的。我看到不少令人惊诧的政治行为，比如迫于筹措资金的压力，一些国会成员甚至故弄玄虚地诉诸民粹主义，这真让人有点叹为观止。一些人在公共场合满口金融的邪恶，但在私下里却与金融利益集团做了大量的协调。还有些试图对每个党派都左右逢源的政治团体，极大地牵制了立法进程，罗伯特·吉布斯称之为“左翼专家”，但其不妥协性比右翼还甚。但这就是政治。立法过程是一门关于可能性的艺术，我不认为以牺牲改革为代价的纯粹主义，或者洁癖似的眼里容不得一点沙子，会是一种美德。不能通

过国会的法案，对于拯救金融系统没有任何帮助，因此我们也与一些尚且说得过去的请求相妥协。

许多面临着更稳定却较少薪酬的金融机构高管，将多德–弗兰克法案视为对资本主义的猛烈进攻，仍然对后危机时代饱受中伤的政府所扮演的角色心怀怨愤。许多自由主义活动家尽管被我们的金融救助方案和金融行业的快速复苏所震惊，但是却对银行系统的安全性不断提升的客观事实视而不见，仍继续把我们描述成大型银行机构利益的捍卫者。甚至总统对消费者金融保护局的坚定支持这个本来具有划时代意义的重大胜利，也因公众对谁做该机构领导的争论而蒙上阴影。

左翼想让伊丽莎白·沃伦领导消费者金融保护局。

她是一位思想丰富且充满激情的消费者权益保护者，并且消费者金融保护局本身就是出自于她的想法。多德–弗兰克法案一通过，劳工领导人和自由主义活动家就开始轮番请愿并游说政府，说只有任命沃伦来领导新设的消费者金融保护局，才能证明我们确实关心并保护金融市场上的民众。

我与沃伦之间的关系比较复杂。她对金融救助的批评可能是出于善意，但大部分都是不公正的，而且她对不良资产救助计划的监督听证会，感觉就像是为YouTube制作的审判会，而非严谨的询问。她的担心是正确的，但她更善于责难我们的选择——还有我们的正直和能力——而不是辨别其他可行的选项。另一方面，她在消费者保护问题上颇具智慧和创新精神，对改革也有精致的想法。她有向公众解释的天赋，这点对我们创设该机构并帮助公众了解其使命也很重要。在多德–弗兰克法案通过后不久的那个夏天，我们在华盛顿市中心会面共进晚餐，她对如何重新设计消费者保护的建议颇具思想性——并且更以市场为导向，以激励机制为基础，比她的批评者所认识到的更加实际。

由沃伦来当消费者金融保护局的首任局长，纵然有很多恰当的理由，但都不敌一个顾虑：参议员领导人告诉白宫说，她不可能通过审议。共和党人发誓说要阻止任何我们想要任命的人来主管消费者金融保护局，试图将它扼杀在摇篮里。我们也承担不起我们自己这边的分歧，因为一些温和派民主党人同样反对沃伦。在这个需要保守的时刻，他们不想投票给充满争议的自由主义者，他们也担心来自商界的强烈反对。参议院的民主党人，即使是她的支持者，也对她能获得多数票支持没有

信心，更别说需要60票才能通过。

我和马克·帕特森在考虑如何抉择，在与白宫办公厅主任拉姆和奥巴马总统的幕僚长彼特·罗斯讨论了几次后，我建议可让沃伦任代理局长，负责筹建新局，同时我们也可以继续寻找备选候选人。这将使她有机会成为消费者保护的公共面孔，这也是她最擅长的，也让她有能力马上为新局招聘人员，而如果她一直处于待审议状态，她就不可能被允许这样做。而随着时间推移，参议院对她的审议前景可能会好转。罗斯还有另外一个想法：或许她可以自己参与竞选参议员，以替代来自马萨诸塞州的斯科特·布朗。

这种临时职位看起来是种合理的解决方案，但实施起来依然需要花费大量的时间和精力。我们不断地讨论是否将沃伦拉进来，是否为她的审议做无谓的抗争，宁可设立没有领导的机构，还有是否让总统给予她休会任命，这种角色和职责她也可能会接受。“我们还有许多紧迫的问题，”拉姆在邮件中写道，“我们都在一个人身上花费了太多时间。”

总统似乎要被扯得四分五裂了。进步人士开始将沃伦视为另一个“你站在哪边”的试金石。美国全国妇女组织领导人公开指责我阻挠沃伦当选，称我为典型的华尔街性别歧视者。总统的红颜知己瓦莱丽·贾勒特（Valerie Jarrett）来自芝加哥，她也在为沃伦的任命努力推动，并且她担心是我在当道儿。在与拉姆和瓦莱丽的一次会议上，我告诉整个团队说，如果总统想要任命沃伦主管消费者金融保护局，我不会插嘴阻止，但房间里的每个人都清楚，她没有机会通过审议。总统几乎从未在家里给我打电话，但在这个问题上却破了例，这可真是使他烦透了。他非常尊重沃伦，但他不想为了审议而做无休止的斗争，并且他对提名这样充满争议的人物踌躇不定，因为这会破坏机构创建与运行的能力，以及建立更广泛合法性而非只代表左翼的能力。

最终，我和帕特森提出的选项占了上风。我们会让沃伦临时参与进来，并向我和总统汇报。她怀疑我们在不良资产救助计划问题上的冲突之后，我是否会让她担当实质性角色；我不得不打电话向她明确，我真的希望她参与进来。总统在玫瑰花园的典礼上宣布了她的任命，并且为她大造声势。在她工作的第一天，我送给了她一顶警察帽子，以表明新警察在巡逻了。

我们最初的合作很愉快，可最后也有点儿小烦恼。沃伦曾大肆哀叹

财政部穷凶极恶的工作违背了公众的利益，但她却很快开始挖走一帮我们的工作人员。当我的团队找她理论时，她竟然毫无悔意，并且你还得遵从她的意志把事儿做完。但最终我们建立了富有成效的工作关系，她也确实做了非常出色的工作，消费者金融保护局开始起步了。还有罗斯，他以灵巧而且神秘的方式，帮助说服沃伦竞选参议员，这称了左翼的心意，并且也避免了毫无胜算的审议战。

总统转而任命俄亥俄州前首席检察官理查德·科德雷（Richard Cordray），作为消费者金融保护局的首任领导，他是另一位令人印象深刻，并深得左翼信任的律师。当参议院共和党人阻挠他的任命时，总统给了他休会任命，因此他可以立即开展工作，并很快尝试寻求温和派共和党人的支持。在2013年之前，他还没有被正式审议，但在他的帮助下消费者金融保护局成为美国经济中一支卓越的新兴执法力量。该局已为上千万受委屈的消费者募集了超过30亿美元的担保资金。它建立了信息披露要求、标准文件制度，以及在线工具等，以帮助美国民众比较并选购抵押贷款、信用卡和大学助学贷款等。对于沃伦来说，罗斯的计划也进行得很顺利。她现在是一位美国的参议员，仍旧监督着金融行业，仍旧不时地以左翼立场攻击政府。

美国金融危机结束了，我们已经鞠躬尽瘁、死而后已，来阻止金融危机再次发生。但我们仍然需要处理它的余波——欧债危机、伤痕累累的布衣街的实体经济、膨胀的财政赤字和一个政治梦魇。



2009年4月2日，伦敦G20峰会上与总统奥巴马在一起，通过合作来解决危机，全球主要经济体承诺避免再犯大萧条时的中心错误。



2010年1月14日，拉瑞·萨默斯和我在白宫罗斯福厅面对总统会面。



2010年7月21日，华盛顿，签署多德–弗兰克金融改革法案后，奥巴马总统恭喜参议员克里斯·多德（民主党–康涅狄格）和众议员巴尼·弗兰克（民主党–马萨诸塞）。



2011年1月18日，华盛顿，赠送给副总理王岐山一顶纽约市消防员用的帽子——对应了他在应对中国各种危机时所赢得的“消防员”称号，他是你在面对危机时“要找的人”，处理的事件包括SARS、奥运会和20世纪90年代的广东金融危机。



2011年2月16日，参加国会预算委员会会议之前——这是我作为财政部长参加的第67次国会听证。


500



2012年4月9日，在白宫椭圆总统办公室与总统会面。



2011年10月13日，在白宫南草坪，与国家安全团队一起等待韩国总统李明博的到来。



2012年7月30日，北海叙尔特岛的韦斯特兰，与德国财长沃尔夫冈·朔伊布勒一起。



2013年1月25日，财政部高级官员和一些特殊客人在财政部的小会议室里参加我任期内的最后一次早间会议。站立，从左至右：玛丽莎·拉戈、赛勒斯·默克里、迪克·伯尔尼、沃利·艾德耶摩、查尔斯·科林斯、戴维·科恩，以及莎拉·艾薇儿。就座，从左至右：尼尔·沃林、吉姆·马萨德、莱斯利·爱尔兰、珍妮·勒康普特、马克·帕特森、马特·鲁瑟福德、吉恩·斯珀林、马克·马祖尔、简·艾德利、卡罗尔·盖特纳、克里斯·米德、我。



2009年8月21日，在我的财政部办公桌前。

STRESS TEST

Reflections on Financial Crises

第十一章

余震

2010年8月，也就是总统签署金融改革法案的两周后，我在《纽约时报》的专栏上发表了一篇文章，总结了到目前为止我们在经济上取得的进展。美国经济一年来一直保持增长态势，并且自3月份以来就业人数也在不断增加。银行实力增强，金融救助正在使银行步入正轨，并弥补了纳税人所做的投入。曾处于下滑阶段的汽车产业再次有利可图。

“虽然我们遭受过沉重的一击，”我总结道，“但是我们正在恢复往日的繁荣。”

我小心翼翼地不用一种庆贺的口吻来阐述这些，因为还有许多家庭正在遭受苦难：“我们都能够理解并且意识到，经济某些方面增强的信号，对那些正在苦苦寻找工作的美国人来说，仍然只是一种冷冰冰的安慰。”我留意到失业6个月以上的人口比例又创新高；留意到那些小企业正在苦苦挣扎；留意到金融危机之后经济复苏既缓慢又充满痛苦。“修复的过程意味着经济增长将会比我们所期待的来得更慢。”我这样写道。

没有人会记得这些了。人们所能记得的是《纽约时报》那个尖锐的大标题：“欢迎经济复苏”，这是编辑为我的专栏所拟定的标题。这使我看起来好像正在宣布使命已经完成。

事实上，私人部门的就业增长率又开始步履蹒跚，这为白宫所吹捧

的“复苏之夏”蒙上了一层阴影。经济分析师认为，我们可能会跌跌撞撞地走向双底衰退的境况。政治分析家认为，我们正磕磕绊绊地走向灾难性的中期选举。正在竞选发言人一职的众议院少数派领袖约翰·博纳，呼吁我和拉瑞辞职，说我们是“总统就业政策杀手”的公共面孔。

在经历了信贷的繁荣与萧条破产之后，一些自然和必要的去杠杆化导致了某些经济方面的低迷。美国人民正削减他们的债务，而不是增加购买商品。银行不再把钱借给那些勉强支撑的借款人。住宅建设一直以来作为经济引擎的燃料，现在却像是往油箱里加糖，其每年新建住房的数量由泡沫时期的200万套下降到泡沫破灭后的仅仅50万套。金融危机的后果往往都是残酷的，但是这次的金融危机却是异常残酷。美国人的财富减少了，可支配的收入减少了，对未来的信心也减少了。

而且还有两个额外的问题像锚链一样拖累着我们经济的复苏，我将用我在财政部剩余的职业生涯，来处理它们带来的影响。

第一个问题是财政紧缩。虽然经济复苏法案依然不停地将数千亿美元注入经济体，但是州政府和地方政府削减开支并增加赋税的行为，吸走了经济运行中的资金，抵消了联邦的刺激措施。我们正处于重复1937年错误的风险之中，当时的总统富兰克林·罗斯福在经济复苏能自我持续之前，就踩了财政刺激的刹车；尽管目前有了经济复苏法案，可自奥巴马总统就职以来，美国裁掉了超过30万个政府职位。一些刺激措施已经变成了政治毒药。1.3万亿美元的联邦赤字，对那些正削减自我开支以保持收支相抵的美国民众来说，听起来是多么庞大和不可理喻。共和党人不停地叫嚷着要紧缩财政开支，而许多民主党人也不愿继续推进，怕被讥讽为挥金如土。国会再也没有实施额外刺激的欲望了。

第二个拖累我们经济复苏的问题是欧洲，其依旧深陷于经济和金融的泥潭。欧洲是美国的最大贸易伙伴，并且与我们的金融系统密切相连，因此欧洲的混乱对我们是个严重威胁。希腊已经深陷主权债务危机之中，爱尔兰和葡萄牙也因各自不同的原因朝着与希腊相似的境况发展，投资者也正从世界第七大经济体意大利和世界第九大经济体西班牙撤离。调查得出的数据令人惊愕：西班牙的失业率达到20%；爱尔兰为拯救困境中的银行所投入的资金已超过该国GDP的20%；希腊国债占GDP的比重已接近150%。人们对这些国家避免违约，以及整个欧元区——10年前成立的货币联盟——避免崩溃的信心正在下降。

对于他们的痛苦我们感同身受。欧洲人购买美国产品的花费越来越少，这有损美国的经济。随着全球对欧洲危机的担忧，投资资本正纷纷逃离到安全的美国国债，这务必使得美元升值，使美国的商品会越来越贵，这会更进一步损害我们的经济。就像雷曼的倒闭给了欧洲各银行沉重打击一样，欧洲的再度动荡也威胁着美国的金融系统；这种危机蔓延的可能性，正动摇着人们的信心，导致信贷紧缩和美国经济增长前景堪忧。

欧洲的这种混乱和财政紧缩的狂热，都是金融危机之后的余震，他们将成为奥巴马首任后期的核心经济大戏。占据美国国内主导地位的新闻故事将围绕一系列与共和党领导人激烈的财政谈判展开，如果我们不同意大幅削减安全保障计划开支，他们就威胁关闭政府，甚至迫使财政部国债违约。占据国际主导地位的新闻故事，将围绕我们努力阻止欧洲领导人再次点燃金融危机，将全球经济重新推入深渊展开。

自从奥巴马总统就职后，美国“刺激还是紧缩”的财政政策之争已进入白热化阶段，但是欧洲的混乱还是让我大吃一惊。我无法相信我们刚刚扑灭了初次金融危机的火焰，欧洲政府就将自己置于另一场人间炼狱。

我记得我是第一次如此着急，因为我处在一个不同寻常的位置上。

***

2010年2月上旬，我们召集了七国集团会议，地点位于北极圈以南的加拿大边境村落伊魁特，我印象中还从未有过哪次会议在这样不可思议的地方召开。如往常一样，在每年的这个时候，这里的温度下降到零下25℃，因此出席会议的各国央行行长和财政部长，比我以前见到他们时，穿戴得更随意一些。日本财务大臣穿着明亮的橙色高领毛衣；加拿大财政部长穿着一件雪花毛衣，就像圣诞节姑妈给的礼物那样；而我破旧的灰色套衫看起来还比较时尚。在伊魁特，尽管我们有很多机会参观冰屋、坐狗拉雪橇、吃海豹琼脂，但我把这些特别的娱乐项目留给了他人。

就在开幕晚宴前，我在黑莓手机上检查市况报告：欧洲快要崩溃了。欧洲的银行股票跳水，这主要是由于希腊债务正步入违约境地。新组建的希腊政府宣布，其2009年的预算赤字是上届政府公布的3倍。仅

仅一个月时间，希腊政府为避免希腊债务违约的担保成本已飙升了60%，接近雷曼兄弟倒闭数周后美国最大银行的水平。

欧洲突如其来的恐慌令人震惊。晚餐时的讨论也并不让人放心，欧洲人花费了他们大部分的就餐时间，来抱怨希腊的挥霍和虚伪。他们强烈要求希腊紧缩并践行旧约正义，要求希腊发誓避免道德风险，要求其信誓旦旦地保证危机将被止步于希腊。对希腊不负责任的财政政策感到愤怒是合理的，但是我们刚刚目睹了大肆违约的风险，特别是当其他国家的借款人也处于类似的境地时。如果人们开始觉得欧元区不会支持其某一成员国，投资者也将会从其他薄弱的国家撤离。因此，“边缘”国家——葡萄牙、爱尔兰、意大利、西班牙，它们与希腊一起被称为“欧猪五国”——将面临更高的借贷成本，这是令人不安的危机蔓延迹象。

我告诉欧洲人，如果他们想牺牲希腊保全自己，他们还需要保证市场上主权国家债务不违约，以及整个银行体系不会崩溃。

“不要做得太过分了，”我说，“如果你们不设法克服此次灾难性危机的风险，你们就没有机会解决这个问题。”

他们似乎不同意我的看法。我与他们其中几位认识十多年了，他们听了我提倡的许多金融措施之后，认为我是道德风险的化身。无论如何，德国和法国不想听美国的训话；他们仍把西方野蛮生长的金融系统归咎于2008年的金融危机。我们建议他们小心谨慎地对待鲁莽的希腊人，但是他们不想受同样鲁莽的美国人摆布。事实上，欧洲曾经历过疯狂的信贷繁荣。以德国和法国为核心的银行，提供大量的风险贷款给欧盟的那些边缘国家。在泡沫破裂后，美联储与欧洲银行的货币互换，以及对欧洲银行在美国的业务提供贷款，帮助阻止了欧洲银行系统的崩溃，这些银行在经济繁荣时期借入了太多的美元——对我们没什么好处——用来投资美国的抵押贷款资产。

现在欧洲的烈火再一次燃烧起来，但是他们似乎没有工具和决心来控制这场大火。欧元区16个成员国拥有16个财政政策和16个银行系统，却实行统一的货币政策。一个国家的债务违约会影响所有的国家，但他们都有各自不同的轻重缓急，如何让16个国家的议会通过协调强国和弱国的危机应对政策，这是不确定的。早在20年前，我在财政部写的关于欧洲经济一体化的第一篇文章，就指出这本质上是一个政治项目计划，旨在把不同的国家绑在一起，以避免另一次世界大战。美国的经济体系

虽然存在缺陷，但是我们支离破碎的监管机构至少是在同一个国家，拥有共同的语言和传统，并且我们通常可以通过国家预算，把资源转向经济薄弱的地区。德国人觉得他们没有义务去帮助希腊——他们的政客明白，过度慷慨会将他们赶出办公室。

这可能就如同说，为什么伊魁特之外的军用飞机不能把我们送回家——不是因为北极的天气，而是因为华盛顿的天气，华盛顿正经受着历史性的“末日雪灾”暴风雪之痛楚。我再次有了一种可怕的预感，世界经济会再次探底。这一次，责任并不是都在我身上，事实上它在很大程度上脱离了我的控制。在某些方面，这种感觉更糟糕。欧洲需要压倒性的力量去解决这些问题，但是他们似乎不愿意动用这种力量。

两周之后，欧洲给希腊开出了一项荒谬而小气的双边贷款协议——最多250亿欧元，但这甚至不能满足希腊度过春天的融资需求——外加苛刻的条件，如增加税收、削减开支、冻结工资以及其他的一些紧缩措施。这项提议引起了雅典的罢工和骚乱。一些德国政客甚至建议希腊拍卖雅典卫城来支付其账单，但这并不能平息民众的怒火。很明显，希腊需要控制其预算赤字，这在2009年超过了GDP的15%。但是过快、过度的紧缩会进一步抑制经济的发展，减少其税收收入，事实上会增加预算赤字，因此这样做只会适得其反。

到春天时，欧洲领导人向现实做出了一些让步，承诺将与国际货币基金组织一起提供1 100亿欧元的救助。这对希腊来说，至少在几年之内，履行其债务是足够的了。但是他们仍然坚持严格削减预算，刺耳的旧约式说辞扰乱了市场，抵消了金融救助的效力。4月25日，我们财政部负责国际事务的新副部长、前克林顿政府白宫经济学家莱尔·布瑞拉德（Lael Brainard），在经过整整一年的苦苦等待后刚刚通过了任职审议，他发给我一个专题报道，标题为“德国和法国向希腊传递出强硬的信号”。德国财政部长沃尔夫冈·朔伊布勒警告说，希腊严厉的财政紧缩措施，将是救助 “不可避免和绝对的先决条件”。法国财政部长克里斯蒂娜·拉加德则警告说，如果希腊违约，“我们将立即把双脚踩在刹车板上”。莱尔对他们提到违约一词尤为不满，那样的谈话会使债券持有人感到恐慌。

“这种行为是极其无益以及欠缺考虑的。”她写道。

希望把损失强加给鲁莽的借款人和贷款人，这是完全可以理解的，

但这在金融危机中往往会适得其反。在美国，联邦存款保险公司坚持对华盛顿互惠银行的债权人进行资产减记，这立即给其他债权人造成了极大的恐慌，并提升了每个人的借款成本。在欧洲，将痛苦留给希腊人的论调，对整个欧洲大陆的信心和借款成本也造成了相似的影响。这个逻辑很清楚：当贷款人认为给华盛顿互惠银行或者给希腊政府的贷款将大幅贬值时，他们会对类似于华盛顿互惠银行和希腊政府的借款人增加新的贷款变得非常谨慎，并且非常积极地想追回他们已经贷出去的款项。信贷的迅速收缩意味着经济的进一步衰退，这就是为什么在柏林会议上谈论资产减记和违约非常具有破坏性。

希腊的信用违约互换在未来5年内违约的概率为50%；其两年期债券收益率已上升至两位数，而德国仍保持在1%以下。意大利也面临着严重的压力，整个欧元区的银行都在争着借入美元。依然记得5月6日那个令人恐慌的日子，在市场对欧洲问题的普遍担忧下，美国股市突然在几分钟内又暴跌了5%。虽然最终发现这种“闪电暴跌”原因是交易算法出现故障，但这是发生在我们认为欧洲问题的恐慌可能会失控的情形下。

“这糟透了。”拉姆在一封邮件里简洁地写道。

在七国集团电话会议的第二天，我告诉欧洲人他们需要一个更广泛和更积极的战略来遏制危机。第一点也是最重要的一点就是，建立一个巨大的防火墙以阻止希腊大火的蔓延，最终也证明欧洲有能力和意愿来阻止这次蔓延。我还建议经济实力较强的欧洲国家需要支持整个欧洲大陆的经济增长，而不是普遍地采取紧缩战略，这只会导致更严重的经济衰退、更高的财政赤字和更深的经济危机。由于货币一体化，实力较弱的国家不能通过货币贬值来减轻他们的痛苦，提高他们的相对竞争力；而实力较强的国家至少可以避免造成更多的痛苦。

欧洲人说，他们实际上正在考虑建立防火墙，是指由现有的欧盟联合基金资助的约500亿欧元的救助基金。我惊呆了，一个不到希腊贷款规模一半的现金池，如何能够安抚市场，让人们相信欧洲愿意支持其他的国家？在他们还没解释完计划之前，我打断了他们。

“如果你们宣布这个计划，你们会被贻笑大方的，”我说道，“这等于是火上浇油，你们应该考虑的是5 000亿欧元。”

经过周末反复的商讨后，欧洲宣布了一项5　000亿欧元的救助基

金。国际货币基金组织也表示将提供另外的2 500亿欧元援助。让–克劳德·特里谢宣布欧洲央行将开始购买希腊和其他较弱欧洲国家的主权债务，这些国家的私人投资者早已被违约的恐惧和所有的道德风险说辞吓坏了，他们成群结队地撤资。特里谢在雷曼的破产摧毁人们对美国金融机构的信心后批评过我，他知道类似的危险正在欧洲国家蔓延。他是宽松政策的有力倡导者，曾私下对我抱怨说，欧洲的政治领导人没有真正理解市场，不知道市场情况是多么危险。

但是欧洲央行连自身的问题都没解决。作为欧洲最强大的国家，德国决意执行紧缩政策，并且对强有力的金融救助持怀疑态度。我第一次在伊魁特遇到朔伊布勒时，他坐在轮椅上，他在一次暗杀行动中幸存。我对他叹服不已——他果断、聪明、强壮。但是，我们的宗旨相去甚远。他的观点非常清晰：希腊暴饮暴食，因此它需要严格节食。其他国家的赤字也不可持续，需要实行相同的紧缩政策，即使这样会给民众带来痛苦，即使许多国家在危机前已实施了负责任的财政政策。朔伊布勒说德国将与欧洲大陆的其他国家团结起来削减财政预算，但也表示德国不会因此而做出牺牲。我认为这只会使问题变得更糟；在短期内，德国政府和民众需要增加支出并且减少储蓄。

“你知道吗？你这话听起来像20世纪30年代的赫伯特·胡佛（Herbert`Hoover）所说的，”我说道，“你需要考虑的是增长。”

给希腊的贷款、对欧洲的救助基金、欧洲央行的债券购买计划，以及美联储恢复其央行互换额度的决定，这的确带来了些许平静，市场开始有一点儿复苏了。欧洲领导人还同意对银行启动新一轮的压力测试，就如同我们之前所做的那样。他们不时地表明决心要将这些灾难性的风险消灭。德国总理安吉拉·默克尔（Angela Merkel）对我和奥巴马总统说“我们不会成为下一个雷曼”，这意味着欧洲不会允许希腊出现严重的债务违约。我认为德国总理默克尔是一个精明和令人印象深刻的人，尽管我不知道这种感觉是否是相互的；在那次会议上与总统会见时，她对我说，保罗·沃克尔曾对她说我“非常了解市场”，但我并不认为她这是在恭维我，因为话里还有一层意思：我与市场走得太近。

不幸的是，欧洲为市场树立的一些信用很快就被挥霍一空了，这是一种随时间而反复的模式。他们强调对希腊的救助是一次性的，这重新激起了人们对欧洲其他国家的担忧。他们对希腊财政紧缩的目标极其不现实，并在新防火墙的设计上各执一词，争吵不断，这最终限制了救助

的效力。投资者再次对欧洲化解危机的能力失去了信心。

“这种感觉像人们在等待从帽子中拉出一只兔子，”我纽约联储的前同事梅格·麦克康奈尔在2010年5月25日写给我的信中说道，“即使这个拥有帽子的家伙一直在充满希望地凝视。”

欧洲银行最初的压力测试结果也激起了普遍的不满。测试结果说它们完全没有压力，欧洲91家最大的银行中，84家已经拥有充足的资本，其余的7家总共才需要另外35亿欧元的救助。这些被认为资本状况良好的银行，其中的两家即爱尔兰联合银行和爱尔兰银行，在得到它们所谓状况良好的报表检测报告后仅仅数月，就不得不接受爱尔兰政府的救助；它们的救助资金是压力测试结果表明的整个欧洲银行体系所需救助资金的两倍。

欧洲危机的早期烈火使得我们复苏之夏的希望落空。欧洲继续在动荡中燃烧。爱尔兰对破产银行的支持使得政府处于破灭的边缘。德国推动新欧洲基金救助的条件是让债权人资产减记——委婉点说是“涉及了私人部门”——这进一步让市场感到不安。

与此同时，财政紧缩的狂热四处蔓延；希腊是唯一因挥霍无度而导致这场危机的国家，但经济的不景气推高了整个欧洲边缘国家的财政赤字，而它们在经济低迷时期却勒紧裤腰带，这种反凯恩斯主义的政策努力会适得其反。西班牙和葡萄牙通过削减开支以避免评级下调，这将是徒劳的尝试。在戴维·卡梅伦和保守党将戈登·布朗驱逐下台后，英国转向了紧缩政策，并且经济很快就重回衰退。同时，德国积极推动欧洲财政联盟的力量，以约束成员国的借贷和支出。

可以理解的是，法国总统尼古拉·萨科齐对给予德国约束其他国家预算决策的权力相当冷淡。不幸的是，他以支持德国的强制性资产减记政策作为交换，来说服默克尔退出财政联盟，化解了这个对法国主权的威胁。换句话说，欧洲政府将不得不重组债务，以获得欧洲救助基金援助的资格。欧洲不会出现雷曼式倒闭的可信承诺没有做到，却似乎是在承诺华盛顿互惠银行式的债权资产减记将成为常态。希腊最初的救助资金不足也越来越明显，下一步将发生什么谁也不清楚。投资者迅速地逃离爱尔兰和葡萄牙，而这些国家看起来最需要帮助。它们的借贷成本开始飙升，这使得它们更加需要帮助，这是多么可怕的恶性循环。

在2010年感恩节前，爱尔兰政府和银行明显需要一个救助方案，但欧洲人却公开地争论将如何大肆减记那些债权人的资产。在一次七国集团的电话会议中，我告诉他们这些行为太疯狂了。

“你们正在加速银行的挤兑行为，”我说，“如果人们认为，你们将债权减记作为救助的条件，那么没有人会把钱借给显示颓势的欧洲政府和银行。你们正在破坏你们的防御阵地，从长远来看，这将花费你们更多的钱。”

特里谢对此也非常关心，他正如我以往听说的那样积极活跃。我们认为欧洲人不能强迫各国重组债务，除非他们有阻止危机蔓延至金融系统其他领域的可信计划。雷曼倒闭和华盛顿互惠银行债权资产减记造成了灾难性的后果，其中一部分原因是我们没有设置防火墙来保护其他金融公司；欧洲也同样赤裸裸地没有设置任何防火墙。我告诉他们，在某些情况下他们可以安全地重组脆弱的政府和银行债务，但至少现在他们不应该公开讨论它。让债权资产减记成为一切救助措施的必要条件，这就像宣布借给脆弱的欧洲银行和政府的任何贷款都是不安全的。

“你们无法承受不负责任地讨论债权资产减记的后果。”我说道。

这个周末，欧洲批准了对爱尔兰850 亿欧元的救助计划，并改变了永久防火墙的设计提案。虽然他们并未排除债权减记，但同意不强制推行。市场再次反弹了，特别是当特里谢表示“权威人士低估了欧洲政府结束这场危机的决心时”。

我希望这是真的，但我怀疑权威人士可能是正确的。

***

在2010 年秋季，共和党人开展了一项名为“回家”的虚伪茶党运动，以反对大政府行为。他们指责奥巴马总统的预算赤字，但这是继承前任政府的；他们指责解决就业问题的刺激政策，但这曾帮助缓和了局势；他们激烈反对银行和汽车产业的救助政策，但这拯救了全球金融系统和美国的汽车产业。他们将总统推行的全民医疗保险，描绘成美国人民自由的坟墓。当失业率仍高悬在10%时，他们的这一策略终于奏效了。正如总统所说的那样，我们在中期选举中“一败涂地”。共和党夺回了众议院的多数席位，并获得了参议院的6个席位。他们承诺削减开支、缩减

赤字、迫使联邦巨轮量入为出。他们听起来比德国更致力于紧缩。

美国媒体被总统设立的辛普森–鲍尔斯（Simpson-Bowles）财政委员会所感染，也卷入了节约紧缩的狂热之中。2010年12月1日，艾伦·辛普森和厄斯金·鲍尔斯发布了一项赤字削减方案，这迷住了整个华盛顿官场。该方案声称，将在未来10年节约4万亿美元开支，包含了大幅削减军费、削减社会保障福利并重新修订税法，以增加2万亿美元收入。该方案本来应该在国会上被否决，但它还未到达国会就胎死腹中了；18位成员的委员会反对将它送到国会，包括众议院预算委员会主席、共和党财政事务领导保罗·莱恩（Paul Ryan）也在投反对票之列。

其实辛普森–鲍尔斯提案中有许多好的政策，包括削减浪费的农业补贴和增加基础设施投资以刺激经济增长，但是在削减福利和税收改革上则相当退步，在医保储蓄金问题上也表现平平。不过，该方案却在华盛顿的精英阶层中获得很高的地位，这也成为两党姿态高贵难以调和的象征。我们的批评者——包括莱恩和其他共和党人，他们在任何情况下都不会同意增加税收，更何况辛普森–鲍尔斯方案中的2万亿美元——把总统未能接受该方案作为他不负责任的证明。拉瑞一直担心我们无法控制这个新建的委员会——他称之为阿富汗战场上的“麦克里斯托尔将军风险”，这是指前美国驻阿富汗指挥官在回顾美国战略时，调侃白宫曾认为这一切都在总统掌握之中——现在回想起来，拉瑞真是有先见之明。

我们开始了如何让政府量入为出的大论战——这场论战是有价值的，当然也有些幼稚，因为失业率仍然高居9%，经济增长依然缓慢。在经济复苏问题上，我们还面临着一个迫在眉睫的风险。

布什总统的减税政策在2011年1月1日到期，这将使税收增加3万亿美元。纵观他们所有关于过度负债的言论，共和党人一直坚定地反感税收，特别是对最富有的美国人征税。他们谈论减少赤字，但是他们真正想要减少的是开支，或者说至少是非军事开支。尽管民主党人的确想让布什总统的高收入群体减税政策到期，但是奥巴马想要保护那些年收入少于25万美元的家庭。他发誓不会对缺乏现金的美国中产阶级增税，我们担心全面增税可能再次将我们推入衰退之中。

2011年1月前，共和党人看似还不会取得众议院的控制权，因此总统和跛脚的民主党国会——还有参议院的共和党少数派，但他们仍然阻挠他们不喜欢的立法——将不得不在12月份密切协作，以阻止提高美国

人的税收。少数党领袖麦克康奈尔明确表示，参议院共和党人将阻止所有政策——甚至是任何不相关的立法——如果这些政策不能全面扩大布什的税收减免，包括高收入群体的税收减免。

我认为布什为富人减税的政策不可承受、不公平且无效率；延长富人减税期限，将为那些不愿再花费额外钱财的美国人提供意外之财，这不利于刺激经济。在8月份，民主党在竞选时期避免谈论税收问题，而这时我在美国进步中心发表了一篇关于经济形势的演讲，我提到要让最高利率回到克林顿时期的水平。“国家借钱来弥补前2%富人的税收减免，这将是一个7 000亿美元的财政错误。”我说。要求那些最富有的美国自由受益者支付高税率，就像他们在20世纪90年代支付的税率那样，以此来帮助国家负担国防、医疗以及其他的公共投资，给予所有美国人成功的机会，我认为这是不过分的。但是我对恢复对前2%的富人实施略高税率的渴望，并没有我对避免对后98%的美国人大幅增加税率的渴望强烈。我同样认为扩大失业救济，延长经济复苏法案中即将到期的减税政策，是至关重要的。我们无法承受脆弱的复苏进程雪上加霜。

12月4日，副总统拜登在总统办公室的会议上处理谈判，他概述了麦克康奈尔的提案：布什所有的减税政策延长两年，还有大幅度削减数千美国超级富豪的遗产税。作为交换，参议院共和党人愿意扩大失业救济，并延长经济复苏法案中一些即将到期的减税政策，但前提是他们不可享受“税收返还”政策，这意味着低收入的纳税人将不再受益。

“我们不会接受，”我说，“如果他们的意思是我们不能在经济疲软的时候增加税收，那么没有谁的税收更应该增加。”

我认为我们应该心甘情愿地再忍受两年布什对富人的减税政策，但是如果我们必须以增加中产阶级和穷忙族的负担为代价，那就不必了。会后，阿克塞尔罗德感谢我说出了他人的想法。

在接下来的几天，尽管麦克康奈尔同意我的大部分主张，但他仍坚持大幅削减百万富翁们的遗产税。我们也设计出一个灵活的方案，这个想法来源于吉恩·斯珀林，我们用为期一年的工资税减免，来取代大多数美国劳工的工作薪酬退税——而共和党人讨厌这种政策，因为这是奥巴马总统刺激方案中的一部分。工资税的削减额是工作薪酬退税的两倍，但吉恩怀疑共和党人在2011年是否会同意再次延长此政策，而不是冒着被描绘成工资税赋增加者的风险。

12月6日，总统宣布了一项两党达成的8 570亿美元的协议。这本质上是另一项刺激政策，尽管我们很自然地没有使用刺激这两个字；尽管到处在谈论紧缩政策，但我们也在避免大规模地增加税收，并且继续给经济一些必要的支持。上期已结束的布什税收和遗产税减免政策，是最弱的一种经济刺激，但这些政策成了对国会民主党人的诅咒，可这些减税额度加起来还不到整个计划的1/7。协议中其他条款则有利于低等收入和中层阶级的美国人，私人预测表明这些能够创造一百万个就业岗位。

一旦该协议达成，麦克康奈尔将信守他的承诺让参议院恢复正常，在共和党接管众议院前完成最后一波立法活动。在蹩脚的国会会议结束前，参议院要批准《削减战略武器条约》（START），这是一项与俄罗斯签署的具有里程碑意义的核武器削减协议；国会将废除“不要问，不要说”法案，这将是一次民权运动的重大胜利，它将允许同性恋者在军队中公开服役；共和党人也不再阻止给“9·11”恐怖袭击中的急救员发放健康福利。我出席了“不要问，不要说”法案的废除签字仪式，这是我在公共生活中见到过最感人的事件。这与国会丑陋的政治形成一个鲜明的对比，总统如此高尚的成就，将允许保卫我们国家的男人和女人开诚布公地生活与相亲相爱。就像总统曾努力希望让上期的税收减免政策到期一样，他现在必须努力做得更多以弥补税收减免延期带来的后果。

一些批评家后来抱怨说，我们应该坚持将提高联邦债务上限作为这次蹩脚交易中的一部分，这样我们就不会在2011年耗尽借款授权，但是在共和党以压倒性的优势获胜后，国会两党的领导人都对这件事没有任何兴趣了。但我认为这仍是一项好协议，白宫要求我给国会民主党人做汇报，并在周末的电视节目上为它辩护。

但相反，我在医院花费了这宝贵的时光以移除肾结石。彼特·罗斯在发给马克·帕特森的一封信中慰问道：“问下蒂姆哪一项更痛苦——肾结石还是税收协议汇报。”一直袒护我的女儿爱丽丝从斯坦福大学过来看我，试图挡开那些与我工作有关的干扰，以便我能好好休息。这使得我手下的联邦经济情报局特工，一度把自己的头伸进门缝告诉我POTUS打电话过来了。

“谁是POTUS?”爱丽丝愤怒地问道。

我们向她解释这是美国总统（President of the United States）的首

字母缩写后，她才同意让我接电话。

***

彼得·奥尔扎格和克里斯蒂娜·罗默于2010年年中离开了白宫，而拉瑞将在年底回到哈佛大学。同年秋天，在联合国大会会议期间等待会见中国代表团的时候，我和奥巴马总统讨论了他们可能的继任者。我说他也应该考虑一下我的继任者。我们已经化解了金融危机，也通过了我在财政部的头等大事——金融改革。我们现在正步入如何制定财政政策的时刻，我觉得他可以任用一位比我更懂预算和国会政治学问的人。我也感到精疲力竭，并准备好离开了。

我想重返正常生活，没有联邦经济情报局的琐事打扰，也少一点陌生人来告诉我，我看起来比电视上高一些。成为一名公众人物会感觉很古怪；有一次在度假时，我正等着去劈波斩浪，一个冲浪的朋友却来问我是否应该在汇率为1：80时购买日元。当我们去杂货店购物时，卡罗尔会因为人们紧盯着我们而感到不安。她讨厌华盛顿的官场游戏、讨厌源源不断的非议、讨厌所有政治化的东西。她虽然深深地敬佩着总统，而且对偶尔参加些白宫的活动感觉良好，特别是当有音乐时，但这些永远都不是她的常态。她完成了一部青少年小说《如果再爱我一次》，并考虑以她的娘家姓命名出版，可有人却说是因为我的地位她才被特殊照顾，这种想法让她非常生气。我的儿子本和女儿爱丽丝对我的工作也有复杂的感觉；他们必须学会谨慎对待那些对自己父亲名望感兴趣的同学。我和卡罗尔告诉本，如果他愿意的话，他可以回到拉奇蒙特镇读大四，而我曾对卡罗尔承诺我们再也不两地分居了，我不想违背这个承诺。

我向总统提交了一份长长的替补我职位的人员名单。杰克·卢刚替代奥尔扎格作为预算主管，他是一位非常有经验的财政谈判专家。厄斯金·鲍尔斯赢得了不少共和党人的信任，这对一个分裂政府来说将会很重要。我甚至建议邀请希拉里·克林顿将她的明星魅力从国务大事上展示到财政部；在她的诸多优点中，被低估的就是她与各党派相互协调的能力。但是总统说他仍需要我处理金融危机的经验。他为欧洲问题和难以预料的危机感到担忧；我相信他同样想要避免任命新财政部长时旷日持久的审议斗争。

我一直督促拉姆开始审核候选人，因为这个过程需要花费不少时间，但在那年秋天，拉姆离开白宫，去竞选芝加哥市长了。当与他的继任者比尔·戴利初次会面时，我就告诉他，需要立即开始寻找我的继任者。

“他们告诉我说，我的首要任务是将你留下来。”戴利说。

进入2011年，我不断地提醒总统他需要一个新的财政部长，但是我的提醒好像没起任何作用。戴利曾开玩笑说，要给我的脚踝戴上脚镣。鉴于我多舛的开始，一些权威人士曾一度断言我干不长久，但让他们惊讶的是，我是总统原来的经济团队中，到目前唯一留下来的当事人。我欣喜地看到，我孜孜不倦的顾问吉恩·斯珀林已经接管了国家经济委员会，但是我知道，我想念每天与拉瑞争论的日子。在经济危机时期，我们有不少的分歧，虽然有他在身边的日子并不好过，但他是我所知的最富才华的政策思想家。我感到遗憾的是，美联储主席的位子也并未留给拉瑞。2014年，这个职位又将再次空缺了，但在2010年4月，当总统在我的推荐下，提名我杰出的美联储前同事珍妮特·耶伦为副主席时，拉瑞笃定地认为她一定会是下一任美联储主席，因为她是能通过审议的最引人注目的人选——这又是一个正确的预测。

拉姆充沛的精力和动力奠定了我们前两年的节奏；拉瑞活跃了每一场经济会议的氛围；阿克塞尔罗德则回到芝加哥监督总统的竞选连任。如果没有他们，今天白宫的处境将大为不同。我的新闻助理开始发给我一些视频材料，以证明我最新树立的影响力，但我感觉从一开始，我就享受到了相当程度的影响力和尊重感。

我并不是总统最亲密的朋友，但他似乎很信任我并重视我的判断。他曾不管政治代价如何，坚定地支持我的金融危机战略。我认为他欣赏我小心翼翼地从不夸夸其谈或者逾越界限的性格。我们每周都有一次常务会议，但是当我没什么重要事情讨论时，我通常不多插嘴。这在一个以总统赏脸次数衡量人生价值的城市里，是明显稀有的。他似乎很想知道我到底在想什么，尽管当他知道我在想什么的时候，意味着麻烦就要来了。尽管有时候我苦口婆心也未能让他采纳我的意见，但他给了我一定的自主权，某些权力说起来可能还挺大。

对所有的政府人事变动来说，华盛顿政坛最大的变动将是国会中政治力量达到新的平衡。如果在参议院没有占据大多数席位以阻止他人喋

喋不休的话，那么总统的议程将步履维艰，而如果没有控制众议院，推动总统的议程同样不可能实现。现在共和党人认为他们有实力踢开奥巴马总统，立即实施一项1 000亿美元的开支削减方案，就像他们在竞选中“向美国宣誓”的那样。并且他们耍的一些手段，不是我们仅有祈祷之心就能逃避的。我们还需要他们的合作，以便在春季时通过一项预算，否则联邦政府就要关门了。我们也需要他们的合作，以便在夏季时通过提高债务上限，否则联邦政府就会债务违约了，这将破坏人们对美国的充分信任和美国信用。这些都是真正的挑战，因为许多众议院的共和党新人，都是茶党的同盟，他们发誓在每件事上都对抗总统。有些人并不认为违约是摧毁全球对美国信心的历史性灾难，只认为这是对一个迷失道路的国家有利的警钟。还有一些并非共和党忠实信徒的共和党人，担心对总统的敌意不足会使他们成为茶党的主要挑战对象。

中期选举一周后，我和总统在首尔挨过了气氛阴沉的20国集团会议；此时新闻报道上都是关于衰落的美国影响力。会议期间我们在坐车时一起讨论了美国国内暗淡的政治格局。总统忧郁深沉，但并未气馁。我劝他不要囿于分散的政府之约束，而埋没了自己的雄心壮志，要为我们长期的经济挑战展示出更广阔的前景，要回击那些紧缩思维，尽管这超出了我们的解决能力。我们绝不放弃对共和党人的主动权。我不知道我们是否可以达成一项两党长期预算协议，以便让美国回到可持续的财政道路上，并推进总统的公共投资和机会均等的议程。但我认为这值得一试，可如果总统不把税收改革、福利改革以及经济增长摆到优先位置，我们就无法成功。但是显然，有计划总比没计划好。

“你仍然还有控制权，”我对总统说道，“我们必须有我们的立场。”

总统认真地听着，但在政治上，他必须施展超高的技巧。他需要共和党的支持通过一项预算，但众议院议长博纳想做任何一件事情，都需要获得占据优势的茶党支持，而民主党又不可能支持哪怕对茶党有一丝益处的事情。两党领导人都说不想让政府关门或者违约，但如何找到共同点来避免这些问题，还尚不清楚。

2011年年初，在戴利办公室举行的财政策略讨论会上，我们商讨如何应对共和党推出的削减国内开支的计划。戴维·普劳夫（David Plouffe）刚刚接替戴维·阿克塞尔罗德担任总统的高级政治顾问，他指出我们不能忽视公众对要求遵守财政纪律的呼声，并且在政治上，总统也必须尊重财政纪律。曾经负责2008年总统竞选活动的普劳夫说：“我们

无法在债务规模不断扩大的政府平台上运作。”普劳夫并不是在建议我们转向紧缩，只是指出我们无法承受抵制所有削减政策的后果。在我们的财政策略讨论会上，总统的新闻主任、参加2008年竞选的政治老手丹·法伊弗（Dan Pfeiffer），经常站在我们辩论的另一方对立面，说我们不能离间自己的阵营，分化虚弱的民主党以追求与共和党人虚幻的妥协，因为他们根本不想妥协。

在罗斯福厅的另一场会议上，我告诉总统至少有机会分化一些共和党人，摆脱他们不加税的咒语，并达成稳固我们长期债务的协议。虽然这并不是总统阵营想要的协议，但如果他想让任何法案通过众议院，他就不能束缚于民主党人的要求。

“你有机会分化共和党，”我说道，“但这只有在你愿意分化民主党时。”

我们与参议员麦克康奈尔关于布什减税政策的谈判格外顺利。而与众议院议长博纳关于2011年预算的初始谈判也进行得很顺利。现在回想起来，这些谈判可能进行得太顺利了。

我都有些喜欢博纳了。他为人随和，但在新位子上略显孤独，一位务实的保守派周围却都是激进分子。在1995年，众议院议长金里奇关闭了政府，这次政治灾难帮助克林顿总统成功连任，那时博纳已经是众议院的领导层了，他不想在2011年重演那一幕。但是热衷对抗的右翼无政府主义者掌控了众议院的共和党核心会议，他们认为博纳是一位过度圆滑的当权人物。有时博纳向我们警告说，他的核心会议成员不相信他与总统的妥协，如果他强制达成协议，他们可能会攻击他。我肯定他强调这些压力是作为一种谈判筹码，迫使我们做出让步，以避免那些茶党反叛分子对他指指点点。但这些压力是真实存在的。众议院保守派批评他最初要求的320亿美元开支削减额严重不足，而且华盛顿的许多人士认为，众议院多数派领袖艾瑞克·坎特（Eric Cantor）正觊觎他的位子。

3月份，我们两次接近政府关闭的边缘，这会导致成千上万的公务员被休假。这两次，都是在众议院共和党人附加了温和的开支削减作为某种形式的“通行费”后，国会才在最后关头通过了为期两周的预算扩大决议。但在这个过程中，博纳正失去控制权。众议院保守派开始提出毫无关联的意识形态附加条件，如从生育计划中撤回资金，阻挠美国环境保护署调节碳排放，以确保下一次预算短期扩展无法获得参议院通过。

在4月初之前，我们都面临着一个选择：是与博纳达成本财政年度后6个月的预算协议，还是关闭政府。

我多次告诉戴利和卢，我们应该认真考虑拒绝共和党人的削减开支要求，让他们去关掉政府吧。虽然这是个不愉快且代价高昂的结果，但真正让我害怕的是，共和党人迫使美国在那个夏天违约的前景，这是一个不堪设想的后果。我认为政府关门可以让茶党发泄一下愤怒，也能让博纳向他的核心成员表演一下他坚决阻挠议事的可信度，这样他就能在债务上限问题上表现得更为负责。但是白宫内部担心，在茶党大获全胜后，对开支问题高调的对峙可能会在政治上适得其反，搞得看起来像总统无法控制局面一样。在经过几轮的谈判后，博纳和政府之间的预算资金差额已经非常小了。再为了区区几十亿美元的开支分歧而关闭政府，这样的代价就太大了。有时候政治冲突也很有用，它暴露了茶党的无理要求，但在这样的情形下，茶党也得不到它所想要的。

在4月9日深夜，白宫和共和党领袖在最后期限达成协议，该协议就2011年的财政预算削减380亿美元。奥巴马总统和众议院议长博纳均称赞它是美国历史上开支削减额最大的协议。自由派指责我们出卖自己并让我们滚蛋，他们抱怨说我们削减的额度超过了博纳最初的要求。但事实上，这些削减是非常温和的，许多看起来就像会计游戏；我的团队称此为“空气三明治”。几天后，一些无党派人士在国会预算办公室充当了裁判，他们总结说该协议实际上只削减了2011年开支的352亿美元，这很难说是政府债务规模革命性的削减。

众议院保守派对此狂怒不已。博纳表示这是他向美国人民承诺过的，削减数额不会超过1%。但是他现在不得不更积极地向他的核心会议成员证明他的右翼诚意，这不是我们希望看到的，尤其是当我们在债务上限谈判中的对赌越来越激烈时。我们未能在春天时中止共和党的狂热，所以在那年夏天，博纳将面临把我们拖进末日边缘的更大压力。

正如我们自首尔开始断断续续讨论的那样，现在是总统开始制订更全面的长期经济计划的时候了。他打算在4月13日的演讲中宣布他的财政框架。除了一个结构性的问题外，我对他的草案都很满意。这次演讲将包括对共和党财政政策的严厉批评，这些政策包含在保罗·莱恩的众议院预算法案里，它将高收入群体的税收减免和重大项目开支的深度削减相结合，总统认为这实质上是不符合美国利益的。在批评了共和党的财政政策后，总统才提出了自己更加平衡的计划。我告诉总统，我觉得他

演讲的顺序应该颠倒一下。

“你应该首先讲你想怎么做。”我说。但是他喜欢原来的顺序。

总统在华盛顿大学做了一场演讲，总结了他“让我们团结起来”的哲学：自由市场作为经济繁荣的发动机，再加上政府投资完成个人无法做到的事——保护和教育我们的人民，建造和维护道路桥梁，还有金融项目如医疗保险和失业保险等保护我们免受苦难或厄运。他还叙述了如何从2000年的盈余发展到2009年上万亿美元的赤字，源于总统布什的减税政策、两场战争和无须付款的处方药福利，这些都是自大萧条以来前所未有的。

之后他将批评转向了莱恩的预算提案——并不是因为它像辛普森–鲍尔斯提案那样，在未来10年内节省4万亿美元开支，而是它达到目的的途径，包括削减70%的清洁能源资助、30%的交通运输支出和25%的教育支出。“这些不是你们想避免浪费时所能削减的预算，”总统说道，“这些削减会使美国无法承受，我相信这一点，并且我认为你们也这么认为。”他指责莱恩试图将医疗保险的保障津贴模式改变成抵用券模式，并大幅削减低收入家庭和患有自闭症以及唐氏综合征儿童的医疗保险。“这无疑是让我们告诉这些美国人，你们自谋生路去吧。”他说道。总统对该提案中1万亿美元的新税收优惠持最严厉的批评态度，但那些媒体故事却对这些视而不见，并将莱恩的计划奉为“认真严肃”和“勇气非凡”。

“这项声称要减少赤字的计划，却对百万富翁和亿万富翁减免一万亿美元的税收，这一点也不认真严肃，”总统说道，“我认为我们没有勇气要求那些低税收负担者和在国会没有任何影响力的平民百姓为此而做出牺牲。”

莱恩正坐在前排，媒体关注的是总统对他的攻击，以表明他是一个党派主义者和粗鲁的人。可是很少有媒体关注总统的计划。

但这是一项明智的计划。它既采纳了辛普森–鲍尔斯提案中4万亿美元的开支节省目标，同时也推延了赤字削减，以保护经济的复苏。与共和党坚持削减非国防开支相比，它要求平衡增加税收和削减国防与非国防开支。该计划旨在通过医疗保险和医疗补助改革，控制医疗卫生成本，以达成节省5 000亿美元的目标，但总统发誓不会大幅削减老年人

和弱势公民的福利。他还承诺投资科研、基础设施、教育和其他对美国竞争力重要的领域。

总统承认，公众对民主党和共和党能否达成长期赤字削减协议存在普遍的怀疑。“在这个位子上干了几年后，我有些同情这样的观点。”他开玩笑说。但他又宣布副总统拜登将与两党领导人举办一系列协商会议，以寻求解决方案。“美国人应该，并且这需要我们所有人做出努力，弥合分歧、求同存异并找到共同点。”他说。

这就是我们想要的。但问题是：共和党人想要什么？

从5月初我们就开始谈判，很明显这次的讨价还价将非常艰难。共和党人正将他们倾向于富人的传统减税说教，与削减政府开支的激进新野心结合在一起——大幅削减穷人的安全保障、改变退休人员的医保方式、大幅削减“非国防可自由裁决的开支”、将FBI大约15%的资金预算转移给国家卫生研究院。与此同时，他们想要增加五角大楼的开支。

“我一直认为在国防上要不惜一切代价。”乔恩·凯尔说。他是来自亚利桑那州的共和党参议员，曾在一次会议中支持大幅削减遗产税。

“你的立场很不错，但你需要愿意为此而付钱，”我回复道，“如果你从不愿意提高税收，只愿借钱或者切断安全保障，那么你不可能成为一名负责任的国家安全鹰派。”

共和党对新税收由来已久的敌意，显然将是一个问题。但更麻烦的是，共和党已表明他们不会提高联邦债务上限，除非我们答应他们的要求。提高债务上限不会授权任何新的支出；它仅会允许财政部支付国会之前已经授权的支出。共和党领导人知道必须提高债务上限，以避免全球危机。但是他们将此视为人质。他们胸前绑上金融炸弹，以同意不炸毁经济来勒索赎金。

“你打算给我们什么来换取提高债务上限？”艾瑞克·坎特问道。

“我们不会给你任何东西，”我说，“提高债务上限也是你们的责任，这不单是给我们的礼物。”

然而在这一点上，白宫已表示愿意和他们就债务上限进行谈判。我和马克·帕特森认为，我们应该拒绝做出任何让步以换取提高债务上限，

但白宫认为这是一个不现实的立场。在紧缩的氛围中，即使是我们的民主党盟友也害怕投票支持这项法案，这将使他们容易受到支持债务的指控。

可是，我仍然对众议院议长在5月11日宣布的“博纳规则”感到震惊，它声称每增加一美元的额外借款授权，共和党就要求削减一美元的开支。我认为他正在将自己和美国推入危险的角落中。毕竟所有的痛苦都是由前所未有的、极具破坏性的金融危机造成的，他和他的政党追求那些使经济变得更糟的政治议程来作为威胁，这是完全没必要的重复行为。

历史上，债务上限问题通常成为少数党哗众取宠的机会。即使是奥巴马总统，在作为参议员时，也曾投票反对提高债务上限，这是抗议布什政府赤字的象征性姿态；他现在承认那是不负责任的，但这并没有什么不良后果，因为即使当时不提高债务上限，也不会出现什么危险。可是共和党人的所作所为，将提高债务上限作为强加他们政治议程的勒索工具，这是没有先例的。它侵害了全球对美国的充分信任和美国的信用，而这是我们花了两个多世纪才赢得的好名声和信任。美国总会偿还债务的假设支撑着全球金融系统的稳定性。

我不明白博纳为什么会对他核心成员中的极端分子如此倾斜。他正在提升他们的期望：企图利用一次例行的立法管理，来实现他们疯狂的政策梦想。他们中的许多人，似乎真的相信债务违约可以净化疯癫的美国经济之罪恶。博纳非常清楚债务违约将摧毁美国的经济。历史上无风险的美国国债是全球金融的基石，但现在却造成了极大的不确定性，这将会导致经济末日。立法先例也是很可怕的，屈服于掌控国会的共和党人之要求，将改变行政机构和立法机构之间的权力平衡，而在共和党人下次占据白宫时，他们必将后悔这种权力失衡。但在这一点上，博纳并不情愿纠正他核心成员的错觉。

很难相信，当希腊、爱尔兰和葡萄牙正拼命避免违约时，我们正在讨论自愿违约。几十年前面对相当温和的债务上限问题时，总统里根曾说：“美国债务违约的全面后果——或者即使是严重的违约前景——都是无法预测和不堪设想的。”我喜欢以此来提醒人们。

在债务上限问题上历经了迂回曲折的谈判，但基本情况并没有多大改观。众议院共和党人拒绝增加新的税收，但不增加新税收，无论是总

统还是参议院民主党领袖，都不会接受将大幅削减福利作为4万亿美元“伟大的博弈”中的一部分。对于我们留给子孙的债务悲剧，共和党人的所有辩解都认为单单取消某项减税并不足以证明债务的悲剧。他们不打算打破“不加新税”的誓言，与他们的支持者所厌恶的总统达成协议。谁故意设绊，谁扼杀了协议，新闻媒体花费了大量的笔墨展开调查，试图揭开这个秘密。然而在当时，这已不是什么秘密了。

会谈的动态非常怪异，因为博纳似乎确实想达成这项协议，但坎特和他的同事们却一直在盯着博纳，以确保他不会达成协议。我发现这位众议院议长对他的核心成员这样极右翼的恳求明显不满；他们的行为是出于党派的本能，而不完全是战术行为。他经常警告说，他们的顽固容不得任何妥协，他们本能地怀疑他与总统达成的任何协议。

“在他们面前我就像是局外人，”博纳曾在总统办公室说道，“我不知道我能否将他们协调一致。”

在最初的会谈中，我们把最具争议性的问题——税收、潜在的医疗保险、医疗补助和社会保障改革——放在了一边，主要研究如何限制其他方面的国内支出增长，包括公务员福利、医学教育补贴和五角大楼项目等。在潜在的开支节省方面，我们确实发现一些共同点，我们希望这会成为达成更大交易的预付款。但在6月23日，坎特突然宣布退出会谈。他指责我们新的税收要求，即使我们几乎没有讨论过税收问题。“众议院没人会支持增加税收，”他说，“不管已经取得什么进展，在我们继续讨论之前，税收问题必须解决。”

在那时，博纳开始与总统进行幕后谈判。最初，他表示愿意接受税收改革方案，该方案会筹集8 000亿美元的新收入。但之后他也公然退出会谈，并解释说众议院共和党人无法接受增税。“尽管我们有寻求共同点的善意努力，但是白宫不会接受没有增税条件的更大债务削减的协议。”他在7月9日说。

白宫和国会间的联络主要由杰克·卢负责，但在几天之后，博纳召集我和戴利到他的办公室，想再次沟通一下。“我的大部分核心成员认为，跟你们这帮人达成交易真是件疯狂的事，但我们应该保持对话。”他告诉我们。第二天，总统和这位众议院议长会面，博纳再次表示，如果我们能够接受医疗保险、医疗补助和社会保障改革，他就能接受通过降低整体利率并消除税收优惠的税制改革方式，增加8 000亿美元的新收入，

事情似乎重回正轨了。

当然，在所有的协议都达成之前，我们无法达成任何协议，并且也没有证据表明博纳的核心成员会支持他。这位众议院议长和他的人员，一直坚持要为右翼带些战利品；某一刻，他提议我们废除奥巴马医改中的个人强制性医疗保险，但这明显毫无成功的希望。我们对自己这一边，也开始有点担心了。哈里·里德和南希·佩洛西曾告诉总统他们可以支持这次伟大的博弈，但现在协议的纲领让民主党领导人感觉很难受。它筹集到的收入，还远比不上辛普森–鲍尔斯法案，或者名为“六人帮”的两党参议员小组提出来的草案。并且福利改革对民主党来说，也是一个艰难的投票过程，特别是当共和党人依旧坚持从奥巴马医改中获取一些战利品。我记得在罗斯福厅的一次预备会议中，我参加周末电视节目前，丹·法伊弗希望我说社会保障不会导致赤字，但被我拒绝了。虽然社会保障不是我们未来赤字的主要驱动因素，但它的确会增加赤字。法伊弗说我们的路线是“顺着狗哨往左（派）走”，这是我以前从未听过的成语。他不得不解释说，这个成语是民主党立场的代码，表明我们会对社会保障的权利提供保护。

值得注意的是，7月21日，博纳不再回应总统的呼吁，并很快宣布退出这次伟大的博弈。这一次，他的理由是总统要求额外增加4 000亿美元税收，故意设绊。但这只是一个借口；我们仍然可以协商。我们提高了税收目标，但他们的草案仍要求不被我们接受的政治战利品，但总统并未为谈判划定红线。问题是博纳的核心成员不愿接受任何新的税收，并且他们发誓绝不投票支持提高债务上限；他曾告诉我们，他更感兴趣的是做些大事儿，而不是成为众议院议长，但最终，他不愿意分裂他的核心成员，不愿让他的职位承受风险。相比之下，总统为了通过一项协议，宁愿疏远他的一些民主党盟友，只要他认为这有利于美国。

几个月来，我一直在敦促市场不要关注于政治表演，而是要让世界相信，美国决定不支付其债务。这是一件难以想象的事情。但从现在开始大家可以想象了。我们提高债务上限的最后期限是8月2日，在过去的一周里，衡量市场波动的“恐惧指数”暴涨40%。分析师开始质疑美元作为全球储备货币的地位。一些评论员想让我们出售诺克斯堡的黄金来支付债务，或者单方面地引用《第十四条修正案》的保证：美国债务“不容置疑”，抑或者利用纪念币授权法案里的漏洞，铸造1万亿美元的铂金币来规避债务上限。但这些选项没有一个是行得通的，我们又不是中南美

洲的那些香蕉共和国，我们需要通过民主程序来达成协议。

在幕后，副总统拜登与麦克康奈尔就达成更温和地削减开支的协议，取得了一些进展，这也推动了我们在夏季早期时进行协商，包括总统的预算方案。在7月31日星期天早上，我们达成了协议的轮廓，但是博纳仍在增加五角大楼预算问题上与我们僵持，他说不然的话，他的核心成员就会阻挠这项协议。当天下午，也就是最后期限的两天前，我们在总统办公室会面，讨论我是否应该发一份声明，让世界为美国历史上首次债务违约的可怕景象做好准备。即使是当2009年年初雷曼兄弟破产后，我支持率最低的情况下，我也没有感觉到这样的恐惧。我们能够解决金融危机的一个原因是，全世界盛行的对美国信用的特殊信念。如果连众议院的共和党人自己都不支持通过任何议案，那么我们就会摧毁这种信念，造成更严重的危机——这次危机将是我们自作自受。

但在夜幕降临时，我们达成了这项协议。8月2日，国会几乎在最后的期限通过了《预算控制法案》，该法案最初会通过限制自主性支出的增长，以便在未来10年里节省9 000亿美元。新法案还创立了一个两党联合“超级委员会”，以达成更多的开支削减协议；不然的话，从2013年1月开始，一项“自动减支”计划将自动触发，在未来9年内全面削减额外的1.2万亿美元开支，其中一半是削减国防开支。共和党人后来以“奥巴马的追随者”（Obama quester）为由而指责总统，这种说法听起来有些令人吃惊；如果我们不同意所提高的债务上限额度等于削减开支的同样额度，他们就威胁要迫使债务违约。

我们不喜欢这种死板的全面开支削减——因为各个项目的重要性不同——或者仅仅聚焦于非国防开支领域的任意裁减，因为这些开支已经处于历史低位。但希望在于，自动减支对两党来说都是难以下咽的苦果，因此我们有折中让步以避免自动减支的动力。令人欣慰的是，协议将大部分开支削减推迟到2013年。然而，失业率仍高居9%，经济复苏法案里的支出逐渐耗竭，我们担心激烈的财政紧缩可能扼杀复苏进程。该协议也暂缓债务上限问题的讨论，并把它推迟到了2012年大选之后，这是一项重要的实质性胜利，而不仅仅是政治上的胜利。在竞选白热化时期，另一出人质要挟似的戏剧最终以悲剧结束，共和党人若要避免与总统妥协，必将承受更大的压力。

不过，我们仍然没有好的办法让美国正常运行起来。

在债务上限问题谈判期间，消费者信心指数大跌，这是自“二战”以来美国历次经济衰退中下跌幅度最大的一次。第二季度的经济增长也已经明显放缓。这部分原因是欧洲经济持续性混乱、中东局势动荡引起天然气价格攀升、日本灾难性的海啸导致汽车供应链减速，以及各州和地方政府不断削减预算。我们经济上的逆风太多了，这个夏天，残酷干旱般的处境将会造成更多的问题。但我们的财政斗争和政治紊乱，却都是咎由自取。

即使我用尽全力想要逃离华盛顿，但这些问题依旧还是我的问题。尽管一旦债务上限问题得以解决我就会离开财政部的谣言满天飞，但总统却坚持要我留下来。

卡罗尔渴望我们回归正常的生活，拥有自己的隐私。在整个金融危机的黑暗中，她都是我保持稳定和现实的精神支柱，她一直支持我、相信我，尽管有时她对我相当苛刻，特别是当我不能陪她和孩子时。在我的儿子本大四开学时，他们搬回到了拉奇蒙特，但我不得不继续在华盛顿上班。

8月4日，也就是达成赤字协议的两天后，我们坐在玫瑰花园参加了总统50岁的生日聚会。当军乐队正在演奏的时候，总统握住了卡罗尔的手，邀请她去散步。

“通常，我非常支持人民的家庭生活优先权，”总统对卡罗尔说，“但我不能让蒂姆走，我需要他，其他国家也需要他，现在形势太危急了。”我曾告诉总统卡罗尔讨厌看到我受到诽谤攻击，尤其是被那些她平时很认同的自由专栏作家们攻击。“我知道你不喜欢那些批评，”总统告诉她，“我的夫人米歇尔也同样很讨厌，但这些工作非常棘手。”卡罗尔只是听着，但并没有真正回应；她坚强地面对这些压力，即使这些压力是来自于总统奥巴马。但她后来告诉我，她在这个问题上的态度有所转变。

“作为总统，我不能让他走。”总统说道。结束谈话后他走过来，并把卡罗尔介绍给了汤姆·汉克斯和他的妻子丽达·威尔森，总统说丽达·威尔森了解长期分居所面临的挑战。但卡罗尔并未被完全安抚下来，当米歇尔祝酒时提到总统每晚6点30分回家吃晚饭是多么幸福时，她的感觉更不好了。不过，第二天，她给总统写了一封亲切的便笺，感谢他特地为此做出解释。

“这对我来说非常困难，但我明白你的意思，”她写道，“即使我最盼望的是蒂姆获得解放，但我还是完全支持你。”

总统对我非常慷慨；两周后，在我的50岁生日那天，他送给我一副按照19世纪样式定做的网球拍，并附有一段有趣的题词，提醒我这是我青年时期的装备。虽然得到了上司的支持，我感觉非常棒，但我仍渴望从华盛顿解脱出来。在卡罗尔正在给总统写带有和解意味的便笺时，美国的财政声誉正在遭受另一次打击。

8月5日星期五，也就是我们避免世界末日的3天后，大约在下午1点，标准普尔通知财政部，它计划下调美国政府的AAA信用等级。在4月份时，标准普尔就曾警告说，我们有两年时间来证明我们削减赤字的承诺，以避免评级下调；可是我们已经通过了赤字削减方案，一家将AAA评级认可给予各式各样有毒抵押贷款证券的评级公司，现在却突然宣布世界上最安全的投资存在信用风险。这真是令人震惊的愚蠢行为。即使在金融危机时期，美国国债依然被全球投资者所青睐用以避险。尽管财政赤字占我们经济的比重正在下降，并且新的财政协议已经锁定了可观的额外开支节省。但正如我对我的团队所说：“现实就是现实。”

为了打破这个现实，我的团队中29岁的年轻经济学家约翰·贝洛斯很快就意识到标准普尔的计算数字错得离谱。他们使用错误的基准评估预算控制法案，因此他们将未来10年的预测赤字夸大到了惊人的2万亿美元。在他们发表的新闻稿里，为了证明评级下调的合理性，他们预计美国债务占GDP的比重将快速上升；若没有2万亿美元的错误估计，这个比重将不会那么可怕，因为还有大量的AAA评级国家，其经济效率要比美国低得多。我的团队让标准普尔的分析师解释这个问题，几个小时候后，他们承认自己犯了错。

那天晚上，标准普尔无论如何还是决定下调美国的信用评级。它只是纠正了其数学错误，并重写了新闻稿而已，这表明其主要依据是源于政治紊乱——债务上限问题上的对峙，降低了人们的信心，他们怀疑美国的政治体系能否在短时间内，就更具实质性的财政改革达成一致。

“我认为标准普尔展现出了非常糟糕的判断力。”我周日在美国全国广播公司财经频道上说，“他们自己处理问题的能力非常差，并显示出对美国财政预算这个基本数学知识惊人的缺乏。”

周一，股票市场下跌了6.1%，这是自金融危机高点以来下跌最严重的一天。但美国政府的信用评级首次下调，这还不是全球金融市场上最严重的问题，因为欧洲的熊熊大火再次燃烧起来。我记得我当时坐在戴利办公室外的一张椅子上，打电话给特里谢以示同情。

“我知道，市场上正在发生的事大约75%是由我们引起的，”特里谢说，“但你们正在把它变得更糟。”

***

在2011年的大部分时间里，欧洲经济都摇摇欲坠。葡萄牙得到救助基金的紧急救助避免了违约，西班牙和意大利局势持续恶化，而希腊则更是一片狼藉。紧缩政策进一步侵蚀着希腊经济，所以它很难完成其财政目标，从而引发更深层次紧缩的呼声。它的信用违约互换情况，暗含着希腊在未来5年发生违约的概率是3/4。对债权人资产减记的期望不断攀升，这拖累了整个市场，传言说希腊可能会完全退出欧洲货币联盟，即所谓的“希腊退出欧元区”选项。

7月21日，也就是博纳宣布结束与我们伟大的博弈的同一天， 欧元区重组了对希腊的援助贷款，把贷款规模翻番，但有个条件，一些债券持有人资产减记 20%。对于救助基金，欧洲宣布了一些新的灵活的救助措施，并且特里谢扩大了欧洲央行的债券购买计划，以帮助支持西班牙和意大利。但欧洲未能说服投资者，它有可信的战略来修复破碎的经济，并控制其脆弱的政府和银行的运营风险。

欧洲需要一个更为庞大、更为可信的防火墙。随着希腊所需援助的不断扩张，财政部的一份内部报告中得出结论说，5 000亿欧元的救助基金需要翻两倍或者三倍，才能为欧元区的其他国家提供有效的支撑。但德国总理默克尔面临着德国国内反对救助情绪的反弹，坚持德国不再援助。她不喜欢那些接受欧洲援助的国家——希腊、意大利，还有西班牙——违背了它们对改革的承诺，她不认为将德国辛辛苦苦挣来的钱送给它们，就能改善它们的行为。我明白她的意思——我有时告诉德国人，我比他们思虑的更多——但默克尔这种划定红线的做法，限制了欧洲的选择。

我们对欧洲提出的优先解决方案是，利用救助基金作为杠杆，扩充欧洲央行的资产负债表，从而扩大救助基金的力度。这样央行就可以提

供更积极的资金支持，因为政府基金会保护它避免潜在的损失。我们也做了类似的事情，就是定期资产支持证券贷款便利（TALF），用少量的政府资金去撬动大量的美联储资金支持，从而重启美国的消费者信贷市场。加拿大央行行长马克·卡尼（Mark Carney）和瑞士央行的行长菲利普·希尔德布兰德（Philipp Hildebrand）为欧洲提出了TALF的主意，但德国政府，尤其是它的中央银行即德意志银行，仍然不喜欢这个主意。一度，欧洲人开始求助于亚洲各国政府提供资金，但他们原本可以自己增强救助基金，这真是令人大跌眼镜。不出所料的是，中国和日本都不愿为这个欧洲项目签发支票，因为欧洲人自己都不想签。这样的请求只能使他们看起来更加绝望。

9月份，欧洲邀请我在欧盟经济及财政部长理事会上做演讲，这次会议在波兰举行。欧洲正经历着一个可怕的时刻，意大利的债券收益率正在飙升，甚至法国的信用违约互换收益率也在3个月内翻了两倍多。我知道，一位美国的财政部长参加欧洲的战略会议，这将是很敏感和异端的，因此我向我的一些欧洲同行确认，他们是否真的想要我参会，我的参加会不会适得其反。他们说我当然应该要参加。

在波兰，我对金融危机的教条进行了措辞谨慎、礼貌客套的评论——作为有着我们自己所犯错误的经验教训，仍留有我们自己金融危机伤痕的美国人，我说道：“这是你们的危机，你们必须自己决定如何解决它。”我是想让他们知道，美国有着自己的艰难挑战。“你们也看到了，我们正在这些挑战中挣扎，”我说，“美国的政治非常糟糕，可能比许多欧洲国家还要糟。我们没有资格站在特别合适的位置上，给你们所有的人提供建议，因此我是带着谦卑来到这里的。”

不过，我仍然强调欧洲需要着手做一些事情，首先就是要加强其防火墙。我说，欧洲最重要的责任就是将灾难性的风险——一连串的主权债务危机、银行破产还有欧元区的解体——逐一化解。

“只要你想做，没有什么是不可能的，”我说，“你们所构筑的防火墙，必须要足够大于问题本身。削足适履，想把问题缩减到适合你目前财政承诺的水平，这是不可能成功的。”

我告诉他们，他们需要将资金用于支持其整个银行体系，还有陷于泥沼挣扎之中的政府部门，不能头痛医头，脚痛医脚，哪里出问题了才去救。我说政府应该和欧洲央行密切协作，一起来解决金融危机。我们

会从国际货币基金组织拿出更多钱来支持他们，但这不能替代欧洲更具实质性的承诺。我也再次警告设计改革方案不能过度地去惩罚那些挥霍者，还有富裕国家要促进经济增长，这也是我时常推动的。我主要想表达的信息是，如果欧洲不能证明其结束危机的决心，危机是不会自行结束的，那些明白我的话的人也持有相似的看法。

“逐步缓慢地加大力度是危险的，不比先发制人的多管齐下更加安全，”我说，“如果你们能表现出致力于必须要做事情的决心，你们才更有可能让私人市场负起筹集资金的责任，这样你们才能减少纳税人已承担的过多风险。”

我觉得我的建议是很基本的，也是很明显的，但一些欧洲官员向媒体抱怨说，我将他们的行为解读成挥霍，并质问我以为自己是谁，凭什么向他们长篇大论，要求他们花费更多的钱用于救助和刺激。他们曾邀请我分享我的观点，但对欧洲许多人来说，我的观点显然不受欢迎。奥地利财政部长说，在美国的信用评级下调之后，我还试图告诉欧洲人怎么做，这非常“奇怪”；比利时财政部长则建议我洗耳恭听，而不是高谈阔论。《纽约时报》在头版刊登了一则美国对全球金融影响力下降的新闻，而我看起来冰冷阴沉的照片则必不可少。其大标题是“就债务问题提建议？欧洲建议美国可以闭嘴了”。事实上，欧洲人正在继续他们的模式，即萧规曹随，公开修订每一项美国曾经的议案，只是最终更换了标题，并且经常采用简化的版本。

我们不太关心欧洲怨恨我们对它的影响，我们关心的是欧洲不愿利用它的救助基金作为杠杆，保护债权人并修复其经济。“经济发展的势头再次摇摇欲坠”，莱尔在10月初写信对我说，“欧洲央行已经放下了在杠杆问题上的强硬立场，在希腊债务减记问题上依旧争吵不断，群龙无首。”10月26日，欧洲领导人宣布了另外一个重组希腊债务的协议版本，这次是减记50%的债务。他们确实宣布了一项适度的计划，利用救助基金作为杠杆调动私人资金，但是这项计划设计得太差，似乎只是表明了欧洲意愿的上限。它当然未能平息市场；整个欧洲边缘国家的债券收益率都持续恶化。

在这次危机中，总统与欧洲领导人定期讨论，我和莱尔也与欧洲同行保持定期接触。他们中的一些人似乎很怨恨我们插手干预，但同时他们又欢迎这些，充满着矛盾心理。他们经常要求我们介入并施压德国总理默克尔，让她不要那么小气，或者施压意大利和西班牙担负起更多责

任。这次危机中，一些欧洲官员一度与我们接触并讨论一项计划，迫使意大利总理西尔维奥·贝卢斯科尼（Silvio Berlusconi）下台；他们想要我们拒绝支持国际货币基金组织贷款给意大利，直到他下台走人。我们告诉总统这项令人吃惊的邀请，但是为了有助于欧洲拥有更好的领导力，我们不能卷入这样的计划。

“我们的手不能沾上他的血。”我说。

11月初在戛纳举办的20国集团会议中，总统大部分时间都花在了闭门协商会议上，努力将欧洲从自身危机中拯救出来。会议中大部分时间是在给贝卢斯科尼施加压力，但我们一直试着将会议主题转回到设立更强大防火墙的需求上来，并且默克尔总理也面临着不小的压力。默克尔感觉被孤立了，不断受到攻击；我从未见过她如此不安。在某一刻，我和总统安静地站在天台上眺望着地中海。

“你知道吗，如果这件事不是那么重要的话，这将变得非常有趣。”他说。

在戛纳，关于欧洲防火墙和边缘国家改革的问题，我们没有取得重大进展。但我与马里奥·德拉吉就施加压倒性救助力量的会谈，还是富有前景的，他刚刚接替特里谢作为欧洲央行的行长。德拉吉是意大利人，曾主管意大利的央行，并在财政部任过职。但他的任命得到了德国的支持，因此他是帮助弥合欧洲分歧不可多得的人选。在戛纳会议刚刚过后，希腊总理乔治·帕潘德里欧（George Papandreou）辞职，为建立联合政府让路；一周后，马里奥·蒙蒂（Mario Monti）取代了贝卢斯科尼，他是一名技术精湛足以胜任总理职位的经济学家；又过了一周，西班牙选出了一位令人印象深刻的新总理——马里亚诺·拉霍伊（Mariano Rajoy），他以财政改革竞选成功。所有的这些变化看起来都充满希望，部分原因是这打破了在对抗危机时德国对采取更为积极措施的阻挠。

在12月初，德拉吉宣布对欧洲的银行体系提供一项规模庞大的长期资金支持，这是2007年12月美联储为解决美国的流动性短缺而颁布的TALF工具的更普遍版本。基本上，欧洲央行同意在未来3年内无限量地贷款给银行，以应对范围宽广的抵押品业务。这会起到立即稳定市场的效果。在未来几个月，欧洲央行会提供给银行大约一万亿欧元的资金支持；而更重要的是，欧洲已展示出一些力量和决心。

到2012年2月，20国集团财政部长和央行行长在墨西哥城会晤时，气氛比我之前见过的乐观多了。欧洲人如释重负，不少人宣称危机已经结束了。

但我不认为如此。这感觉更像暂时的平静，而非彻底解决问题了。

美国也处于暂时的平静期，无论是在经济上还是在政治上。

经济增长比较稳定，但不够令人印象深刻。失业率已经降至8.3%，这比两位数字要好看点，但是仍然很高。美联储和其他的预测者预言经济即将复苏，但是拖了财政后腿的欧洲和其他面临下行的国家，经济一直踟蹰不前。

在政府内部，我们开了无数次的会议来讨论促进就业和经济增长的方法。但是现在共和党人掌管着众议院——其主要关注于投票废除奥巴马医改计划、金融改革和其他奥巴马所取得的成就，但这些投票只是些象征性的小打小闹——并没有多少现实的立法选项。这感觉我们有点儿像曲棍球守门员，只是阻止糟糕的进球，全是防御没有进攻，机动性非常有限。共和党人则把希望寄托在2013年的新总统身上，真不知道我们如何才能传个好球。

尽管如此，我们认为还是有必要说出我们的目的。我们觉得，公众的压力能促使共和党人支持那些有利于促进经济增长的政策，但这是不大可能的。即使有可能，普劳夫、法伊弗和其他白宫政治团队成员也迫切地希望将我们的议程与共和党人的议程两相对比，看谁的好就支持谁。自2011年经济衰退时，我们就以美国就业法案作为开端，推动我们的议程。总统在国会的联合会议上提出了这项4　470亿美元的刺激方案。方案中满是颇受欢迎的措施，只要它们不会被描绘成“刺激”——庞大的公共工程项目、庞大的学校现代化项目、资助各州以保护教师和急救员的就业、为雇用失业熟练工人的公司设置“英雄归来”减税项目等。总统在全美四处游说，为他的就业计划营造声势，但除了来自蹩脚协议中的扩大工资税减免和失业福利外，共和党人均无动于衷，计划中的大部分都胎死于国会。

在2012年早期，我们提出“巴菲特规则”，这是确保高收入者按至少30%支付实际税率的一种措施，沃伦·巴菲特发现他支付的税率比他秘书的要低，该规则正是受此启发。拉瑞告诉我，他认为这是巧妙地诉诸民

粹主义和对富人纳重税的阶级斗争。他也认为这在政治上是糟糕的，会让共和党人将总统描绘成“反对成功”的增税者。我认为巴菲特规则是很合理的，特别是可作为需要更广泛税收改革的例证。它的目的是为了温和地限制富裕的美国人，利用税收优惠、较低的资本利得税和股息分红税，降低他们税收负担的程度。当然，共和党人反对它，但是许多民主党人也深感不安，最后这项计划胎死腹中了。

2012年2月份，经过了几个月的内部讨论后，我们提出了一个以增长为导向的公司税收改革框架，它将会降低企业的整体税率，同时也消除了破解税收密码的政治许诺（政客假公济私给手下人的好处，如金钱职位等）。总统的许多政治顾问，争论该框架会在另一项计划上分化民主党，尽管该计划毫无通过的希望。但是我认为，我们必须不断提出有利于经济发展的改革方案，即使共和党支持该方案的可能性很低。为了降低政治掣肘，我们只提出了一个框架，而不是综合性的立法。但是民主党内的部分人士，仍然很愤怒；美国劳工产业联合会领导人理查德·特鲁克马第二次到我办公室时，看起来像是要拿球拍敲我的头。我们再一次地令左翼愤怒，并且是在共和党没有插手的情况下。

选举年面临的僵局令人沮丧，但在某种程度上也是种奇妙的解放。那年2月，当我在保罗·莱恩领导的委员会面前为我们的预算方案做证时——我的第60次，也是最后一次预算听证会——我决定不再干巴巴坐着，像平时演戏那样任由他们责难。

“我们知道，为这项预算辩护不是一项容易的任务，所以我们真心感谢您为此所耗费的时间。”莱恩在他的欢迎词中嘲讽道。

“比不上对你自己的预算工作困难。”我反击道。

莱恩笑了。“这将是有趣的一天。”他说。

我也笑了。“我对你深表同情。”我说。

听证会就这样进行下去。蒂姆·埃尔斯卡姆普（Tim Huelskamp）是一位来自堪萨斯的茶党共和党人士。我说他关于白宫失败的宏伟理论反映了“一个如何思考经济政策影响的青涩少年观点”。当另一位来自犹他州的茶党共和党人杰森·查费兹（Jason Chaffetz）试图让我责怪参议院酿成了华盛顿两党联合的僵局时，我告诉他这是在浪费时间，因为我又不是参议院的一员。他抱怨我的笑容太虚伪。

我通常很讨厌国会的表演，但我的确很享受那帮原教旨主义者的预算委员会听证会。当莱恩想离席而去时，我问他我们是否还能继续。后来，莱恩告诉我说，我惹恼了他委员会里的茶党人士。“你正好戳到他们的痛处了。”他说。那个周末，我的联络主任珍妮·勒康普特告诉我说，有人窃窃私语，说我是“奥巴马政府的蜜獾”。我不知道这是什么意思，因此她发给我一段被大量点击的YouTube视频，名为“疯狂肮脏愚蠢的蜜獾”，视频中蜜獾正吞食蛇，并潜入蜂房，解说员解释说，这只蜜獾一点儿也不在乎其他动物的想法。人们认为财政部长应该远离政治争论；我将我的蜜獾时刻理解为又一次暗示，我已经在华盛顿待得太久了。

然而在2012年，几乎所有的事件都是政治性的；共和党不断批判我们的经济政策，当我被问及对他们的愚蠢批评怎么看时，我说这些批判确实很愚蠢。同年4月，共和党总统候选人米特·罗姆尼问我，我对在奥巴马当政时期太多的女性失业怎么看，但他这种断言明显站不住脚。实际上，在经济大衰退时期流失的私人部门工作岗位，已经恢复了400万个。公共部门仍在流失岗位，女性教师和政府部门女性职员首当其冲，但共和党人阻挠我们为改变裁员现状所做的努力。“米特·罗姆尼看问题的方式实在是荒谬，”我在美国全国广播公司《本周》（This Weet）栏目中说道，“借用马里奥·科莫的一句话，你们会看到许多政治家参加竞选时像在虚幻小说里一样，但我们管理政府必须得实实在在。”

当美国全国广播公司财经频道问我对罗姆尼的经济顾问格兰·哈巴德一篇专栏文章的看法时，我又让自己陷入了政治争论。格兰·哈巴德声称总统的计划暗示着，将对年收入低于20万美元的家庭多征11%的税收。事实上，该计划并不包含对这些家庭的任何增税，但是哈巴德争辩说，既然总统削减的福利还不够——这个论调颇具讽刺性，因为罗姆尼攻击总统削减医疗保险开支——他最终将不得不提高每个人的税收。“这完全是胡编乱造，这位经济学家的观察真是煞费苦心。”我说。我这番言论让右翼分子惶恐不安；来自俄克拉荷马州的参议员汤姆·科伯恩，称我是史上最党派主义的财政部长，这让我哭笑不得，我可是注册登记过的无党派人士，更别说有多少民主党人宣称要我的脑袋。

有趣的是，一个月前我在纽约经济俱乐部演讲时，格兰·哈巴德还在晚宴上向我抱怨，说我们不愿签署辛普森–鲍尔斯法案。

“真的吗，格兰？”我问道，“那可是要增加2万亿美元税收呀，当你们这帮家伙愿意增加税收时，我们再讨论辛普森–鲍尔斯法案吧。”

“好吧，我们当然得提高税收了，”哈巴德告诉我，“只是现在我们还不能这么讲。”

到了2012年6月，欧洲危机比以往任何时候都严峻。

财政紧缩措施促使欧洲边缘国家爆发暴乱和罢工，并且整个欧洲大陆经济一片萧条。西班牙失业率已近25%，需要1 000亿欧元的信用额度来拯救其银行。意大利、葡萄牙和爱尔兰的债务占GDP的比值均高达110%，而希腊即使减记了债券，其比值仍接近150%。这些国家的银行存款也在缩水，而且由于深陷债务危机，政府对此也毫无办法。

欧洲未能说服世界其有能力阻止灾难发生。它的防火墙看起来仍然不堪一击，它的政治仍是一团糟。每一次欧洲领导人宣布新措施，试图控制危机时，他们糟糕的执行力、苛刻的条件，还有花言巧语地强调拯救邻居时能力有限的道德风险，削弱了他们传递信息的效力。欧洲的贷款计划与其说是为了稳定市场，倒不如说是种耻辱。市场仍认为，欧洲各政府或银行一连串的违约，或者欧元区灾难性的解体，有很大的可能性。

我与马里奥·德拉吉保持着长期友好的关系，我经常鼓励他利用欧洲央行的权力来缓解那些尾部风险。“恐怕欧洲乃至世界，会再次将目光转向你，为央行注入富有智慧和创造精神的力量。”我在6月份写信对他说。德拉吉知道他必须做得更多，但他需要德国人的支持才能完成此事，但欧洲央行里的德国央行代表却一直反对他。他们没有拯救欧洲的计划，却只知道反对。他们对欧洲央行的立法权限有一套严格的说辞，并且他们抵制任何可能引起道德风险的事情，包括几乎所有可能缓解欧洲危机的战略。

那年7月，我和德拉吉进行了多次会谈，这让我想起2008年1月我与本·伯南克的谈话，当时伯南克决定宁愿相信自己的判断，也不要听从美联储那些自命不凡的鹰派人物。我告诉德拉吉，想让德国央行支持任何可能真正奏效的计划，门儿都没有。他必须做出决定，是否愿意让欧洲就此瓦解。

“你必须将他们抛诸脑后。”我说。

德拉吉明白这一点。信贷利差再次拉大，世界对欧元区能否熬过难关不再抱有信心。德国威胁要将希腊赶出欧盟，因为希腊没有兑现其紧

缩的承诺——这部分是由于其故意拖延，但更主要的是由于希腊GDP增长率为7%，因此很难降低债务与GDP的比率。2012年7月26日，一份花旗集团的报告推断，希腊有90%的可能性会在未来18个月内退出欧盟，而其他欧洲弱国可能紧随其后。

就在那天，在伦敦投资会议上的演讲接近尾声时，德拉吉用23个词语表达了自己的意见，事后证明这是个转折点。“在我们的授权内，欧洲央行已准备好采取所有措施来拯救欧元，”他说，“请相信我，这足够了。” 德拉吉本不打算说这句话，但对冲基金和银行家在会议上表露出了对黑暗前景的担忧，他对此忧心忡忡，以至于脱口而出一个明确的承诺来保卫欧洲。市场欢呼雀跃。在当时，尽管我担心欧洲行动时可能会患得患失，临阵退缩，再次削弱其承诺的效力。但德拉吉的话鼓舞人心，可欧洲央行并没有具体的计划来支撑他的声明。

几天以后，我飞往叙尔特岛的度假胜地会见正在休假的德国财政部长沃尔夫冈·朔伊布勒，并与他共进午餐。叙尔特岛是一座位于北海的岛屿，因德国玛莎葡萄庄园而著名。朔伊布勒很有魅力，但当我离开叙尔特岛时，我感觉比以往更加忧虑。他告诉我，在欧洲仍然有许多人认为，将希腊踢出欧元区是一个貌似合理——甚至是令人满意——的战略。这个观点是将希腊踢出后，德国将更有可能提供欧元区所需的财政支持，因为德国人不再把援助欧洲，等同于救助希腊。与此同时，希腊退出将是一个巨大创伤，足以促使剩余欧洲国家放弃更多的主权，向更强大的银行和财政联盟靠拢。各种争议观点认为任由希腊毁灭，将使建立拥有更可信防火墙的更强大的欧洲变得更容易。

我发现这种争论令人恐惧。如果任由希腊毁灭，无论欧洲人承诺接下来将怎么做，都会导致重大的信任危机。我不清楚为什么反感救助希腊的德国选民，对救助西班牙或者葡萄牙或者其他任何国家，感觉会更好一些。对欧洲的挤兑逃离风潮，一旦获得动力启动，就很难再阻止了。

叙尔特岛之行结束后，我在法兰克福稍作停留去会见德拉吉。他还是让我挺放心的，因为我感觉到，他认清了形势是多么糟糕，明白欧洲央行必须兑现诺言。但他们实际准备怎么做，我还不得而知。当我返回华盛顿时，我告诉总统说我非常担心，他也是如此。美国经济仍在稳步增长，但增长很温和；欧洲内部破裂可能冲击我们，使经济重回衰退之中，甚至引发另一场金融危机。就像无数有识之士意识到的那样，我们

不希望那样的事情发生在选举年，我们根本不希望它发生。

我会晤德拉吉的两天后，欧洲央行颁布了一项名为“直接货币交易”（Outright Monetary Transaction）的基础框架，这项计划将在9月初宣布，旨在从二级市场上购买欧元区国家的主权债券。这项计划本质上是“德拉吉的卖出期权”，承诺将在欧盟国家设置债券价格底线，减少它们的借贷成本，并明确表明不允许它们债务违约。德拉吉事前并未咨询默克尔和朔伊布勒，但他们公开表示支持他，即使德国央行驻欧洲央行的代表投了反对票。

这项新债券购买计划的宣布——默克尔的支持至关重要——使得市场相信欧洲人对于保持欧元区完整的态度是认真的。曾预示2012年夏天局势恶化的风险指标，都开始朝着好的方向发展。仅仅是该项计划的存在感，就一扫人们对欧洲防火墙的质疑，为问题国家避免债务违约树立了信心；到目前为止，该项计划还未被付诸实践。当各国央行和政府明确表示愿意排除灾难性的风险时，市场重新变得具有投资价值。

但是欧洲的承诺依然凌乱残缺。他们并没有真正的计划，建立一个共同的欧洲存款保险体系。他们未能达成一致意见，聚集资源支持一项实质性的泛欧洲计划，像美国不良资产救助计划那样直接调整金融系统的资本，接受欧洲救助基金或者欧洲央行新债券购买计划的任何帮助，都会带有险恶的政治条件。2013年对塞浦路斯混乱的救助，还有随后宣布的欧洲银行新解决方案，都在提醒债权人，债务资产减记的风险依然很大。

到2013年年底，西班牙的失业率将高达26%，而且超过50%的失业人群是年轻人。希腊的财政预算将重回平衡状态，但是其失业率将高达28%。总体上，整个欧元区的失业率是12%，远比美国严峻得多，而且其经济增长也停滞不前，这是混乱的财政和错误的紧缩政策带来的风险后遗症。这些数字背后有着许多不必要的痛楚。欧洲人所犯的错误——还有他们模仿我们的政策，时间迟滞并且往往徒劳——为我们应对危机时的表现打了非常不错的广告。一个货币联盟却没有统一的财政政策、银行政策和政治代表机构，这让其处理异常紧急情况时处于一个不太理想的位置。相比之下，有更多的证据表明，美国的体制纵然存在许多缺点，但也拥有许多我们自以为是明白无误的优势。

我和卡罗尔参加了在尼尔·沃林家举办的大选之夜晚会，但是我们回

家得比较早，以便在我们的私人时间和空间里观看选举结果。从福克斯新闻主播阴郁的表情，以及频繁插入的商业广告就可以看出，这将是一个美好的夜晚，这是对总统工作可喜的认可。不管怎样，我即将从华盛顿解放了，但是如果罗姆尼胜出，对我4年艰辛的时光来说，这将是令人沮丧的收官。

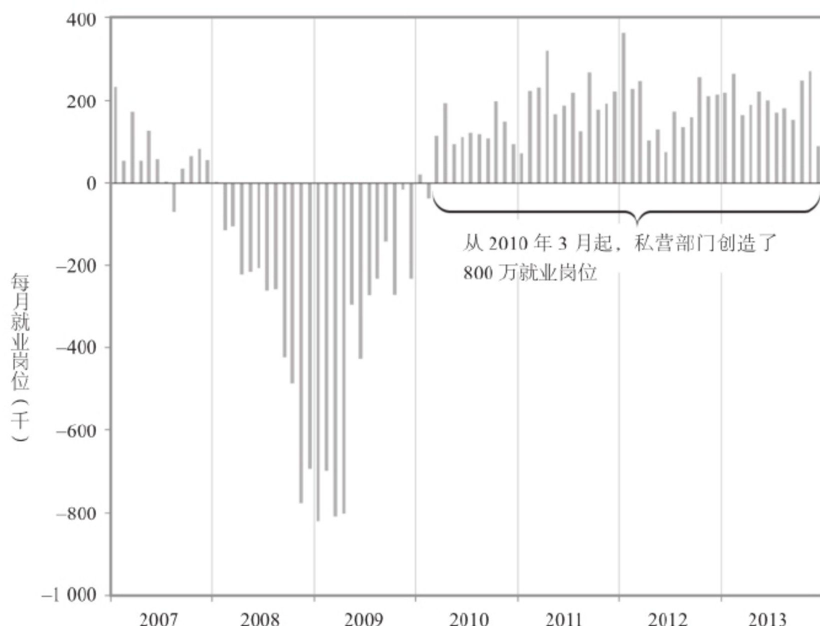
罗姆尼为竞选台词设计了一个简单的问题：你们比4年之前日子更好过了吗？对大多数美国人来说，答案是肯定的。尽管2%的经济增长率令人失望，但这总比负8%的经济增长率要好得多；每月增加不到20万个就业岗位，总比每月流失75万多个就业岗位要好。自“二战”以来，预算赤字增长率是历史上缩减得最快的——实际上是太快了，因为我们仍然需要刺激——并且自2009年总统就职典礼日，股票市场上涨了75%。罗姆尼曾发誓要废除医疗改革和金融改革，并强烈拥护他竞选伙伴保罗·莱恩提出的大幅削减政府开支的方案。但大多数选民并未被这种梦幻所打动。

我们没有太多的时间庆祝，因为更多的财政预算最后期限正在逼近，这意味着在国会上将会有更多的谈判。第一个大限就是2013年1月1日的“财政悬崖”，布什减税政策的两年展期将在这天到期，2011年预算协议中的“自动减支”条款将会启动，全面大幅削减联邦开支。财政悬崖几周之后，财政部将再次触及债务上限，这将激起共和党人心中的幽灵，他们将再次试图利用全球对美国的充分信任和美国的信用，作为讨价还价的筹码。我担心国会谈判的前景。在总统奥巴马获得了决定性的胜利后，民主党人已没有心情做出让步，他们将奥巴马的胜利看作强大的选举人对民主党政策的授权。但是共和党依旧控制着众议院，他们将自己的再次连任当选看作对他们所实施政策的无罪证明。可我们仍不得不继续协商两党的需求，尽管大部分美国人已经表示拒绝，这让我们很沮丧。但国会的选举也起着重要作用。

我们绝对不想形成僵局，把国家推入悬崖之中。美国国会预算办公室估计，增加税收和削减开支导致的后果，将会在2013把美国经济重新推入到衰退之中，造成150万～200万人失业。总统奥巴马曾发誓不再延长布什的高收入群体减税政策，但是我们想对年收入低于25万美元的家庭继续减税。我们也想避免“自动减支”，这简直是如同杀鸡用牛刀似的削减预算，但我们也明确，我们更愿意使用手术刀，打算在未来10年内节省大约4 000亿美元医疗开支，并适度地削减社会保障福利。与此同

时，我们打算利用更多短期刺激计划以保护经济复苏，其中包括再次延长工资税减免和增加基础设施投资。

私营部门创造就业正在复苏
私营非农部门月工资总额变化



当奥巴马总统开始执政时，我们每月流失75万个工作岗位。经济复苏法案、我们稳定财政的努力，以及其他我们对经济的支持，阻止了2009年就业人口数量的自由下落，并且在2010年3月恢复增长。在过去的4年中，美国经济创造了超过800万个私营部门就业岗位。
资料来源：美国劳工统计局（季度调整）。

曾经一度，众议院议长博纳对我们的建议丝毫不予认同，只说所有的布什减税政策都应该延长，并抨击我们的建议是在“扼杀就业”。博纳面临的一个问题是，许多众议院共和党人依然相信，我们只能屈服于他们的要求；而另一个问题就是，他们在自己的要求上也未能达成一致。从理论上讲，他们想要削减福利，但是医疗保险和社会保障很受欢迎，因此他们希望我们来提出削减福利。一旦我们照做了，他们就要求更多，却并未确切地说明他们想要什么。在税收方面，我们遇到的问题与以前相似。在不增加税收和削减开支的情况下，我们没有办法达成两党协议，但是博纳未能使他的核心成员支持增加税收，即使犹豫不决的不作为只能产生更大幅度的税赋增加，以弥补以前的亏空。

随着财政悬崖迫近，我们稍微迁就了一下博纳，但他却丝毫不迁就我们。在12月中旬，他退出了谈判，并宣布众议院共和党人将会通过了

他的“B计划”，对年收入低于100万美元的所有家庭，都将延长布什的减税政策，但是计划中却没有支出改革。而他的核心成员，甚至连只对0.2%的富人增加税收都不同意，所以他不得不在12月20日撤回该立法。现在每个人都知道，博纳在任何事情上，都无法获得他大多数核心成员的支持；在他的“B计划”遭到后座议员反对时，他在吟诵那首《宁静祷文》，这都是众所周知的了。

在接下来的11天里，我们与参议院领导人就财政悬崖的替代方案进行谈判。虽然无法达成最优方案，但这项协议确实做了一些好事，避免了灾难。我们保留了对年收入低于45万美元家庭的布什减税政策，但是却将税率恢复到了克林顿时期的更高水平，这将增加6 000亿美元的新税收，并且使税收政策更加进步了。我们也扩大了失业救济福利，还有经济复苏法案中的许多税收减免政策，包括为穷忙族和大学生减轻税负。参议院共和党人不同意任何额外的刺激措施，该协议仅仅将令人恐惧的自动减支延迟了两个月；协议甚至都没有涉及债务上限问题。但这确实是一项两党联合协议，并且在1月1日深夜两点多，参议院以压倒性的票数89：8通过了它。艾瑞克·坎特立即宣布反对该协议，并且他众议院2/3的共和党核心成员都追随他的领导。但值得称赞的是，博纳投了赞成票，就像几乎所有的民主党核心成员所做的那样，避免了让国家跳入财政悬崖并重回衰退之中。

现在总统需要找出方法，提高债务上限并避免自动减支，但是他似乎不得不离开我去独自面对这些挑战。总统即将提名他当时的办公室主任杰克·卢为下一届的财政部长。

“祝贺你避免掉入财政悬崖——如果你能在债务上限来临前置身事外，我将表示3倍的祝贺，”拉瑞写信对我说，“但如果你还能解决债务上限问题，我将佩服得五体投地。”

事实上，当我还在财政部时，我们就开始处理债务上限问题了。我们达成协议的路径已非常明确，就是不答应更多的条件，所以国会的某一派别将不可能再通过威胁迫使美国政府债务违约来敲竹杠以使我们做出让步。2013年1月4日，总统摆好了阵势，说他不会在债务上限问题上展开谈判。共产党人将不得不做出选择，是让美国支付账单好呢，还是让全球经济崩溃好呢？

几天之后，他们做出了让步。博纳宣布众议院将无条件通过债务上

限3个月的延期，这也将事关世界对美国充分信任和美国信用的下一次斗争推迟了。共和党人将斗争的焦点转到了自动减支上，这还有2个月的期限。我在财政部的最后一天是1月25日，所以这些斗争将与我无关。

在关于财政悬崖的祝贺信里，拉瑞增加了一句亲切的告别语，说我“做官非常成功”，这是以拉瑞的方式简洁概括了我过去4年的生涯。

“我们要重新开始担心泡沫问题了，而不是什么恐慌、通胀或者通缩，”他写道，“财政部仍是世界的主宰。欧洲危机已在控制之下。监管机构已不能把它们下次的烂事归咎于法定授权的缺失。失业率已从最高点时下降了一半，恢复正常。一些税收改革正预言成真。雅虎上那些闲言碎语可以休矣。”

因为我将从财政部离职，我的工作人员制作了一段有趣的视频，我的儿子本作为主角饰演我。第一个场景是虚构总统当选人奥巴马正试图说服我接受这份工作，而我争辩说我还不合格，我将带来太多祸水，我不能卖掉我的房子，因为浴室瓷砖太丑陋了，如此等等。

“人们会说各种各样疯狂的话，”我抗议道，“在我们救助金融机构后，他们很可能认为我的手已经伸进高盛集团的钱袋里了。”

“这太荒谬了，蒂姆，”扮演总统的财政部职员回答道，“没有人会那样说你。”

接下来的场景则是在财政部的小会议室里，这是一场典型会议的特写，我的各位团队成员正用异常严肃的口吻报告说，市场正在崩溃，失业率正在上升，欧元区正在瓦解，美国的债务快要违约了，在参加国会听证会前有9个新请求需要我做出证实，还有最新起草的多达914页的住房白皮书。珍妮·勒康普特这时向我解释说，她归纳整理了视频中有关我的各种存档文件。

“这些文件显露出的共同主题是，我是一个非常坏的人，我喜欢银行，讨厌美国，”她说，“我们正在回击这些观点。”

场景三主要是我套话的堆砌：“我不认为这是正确的思考方式。有计划总好过没计划。生活就是选择。我宁愿选择现在痛苦而不是以后痛苦。真是难以置信。他缺乏常识但信念倒很多。希望不是一种战略。没

门儿。”这部影片的结尾是，希拉里·克林顿的困惑——好吧，也由财政部职员饰演——在2017年1月21日的总统办公室里，说她需要我在财政部再待上6个月，或者是一年。

“欧洲仍处于困境之中，我们又面临着财务上限僵局，你怎么能够离开？”她问道。

但现实不是这样，我真的要离开了。在经历了25年有意义的公务员生活之后，在作为财政部长辛苦的4年后，套用我另一句套话说，是时候把那项特权留给别人了。我对我们在总统第一个任期内所取得成就感到骄傲。事情虽不完美，但是变得更好了。我向许多人告了别，其中包括我在纽约联储的前同事，因为在我2009年1月1日离开时，由于太忙而没有向他们告别。我的继任者比尔·达德利说，我终于有时间可以坐好让别人给我画办公室的肖像了。

“好消息是，蒂姆年纪有点大了，所以肖像看起来更有央行行长的派头，而不再是我们所忆起的他当初在这儿工作时更孩子气的样子。”达德利说。

在离职审查时，我最担心的是经济复苏不平衡，尽管这与4年前总统接手时自由滑落的经济形势相比，可能不是那么明显。经济正在增长，房价正在上涨，信贷也正在修复过的金融系统通道中流动。2009年1月，美联储曾在华盛顿为我举行了一场欢送会；当时发生的事件是，杰弗里·莱克开玩笑说要送我一份纽约联储的Maiden Lane资产，因为这不会超过25美元的礼物的价格上限。到了2013年1月，本·伯南克为我举办的另一场欢送会时，纳税人已从我们对美国国际集团的投资中获得了230亿美元的收益，并将会从我们对贝尔斯登的投资中获得超过20亿美元的收益——这当然比那个礼物价格上限高多了。

在普遍预测会有上万亿美元的损失后，美国政府的财政干预总体上被认为是前景暗淡的。但现在每个重大项目都开始盈利，除了对汽车产业的救助，当然，也包括我们的房屋止赎申请预防计划，这可能永远收不回成本了。而单单不良资产救助计划对银行的投资，就让纳税人最终获得240亿美元的收益。在美联储为我举办的晚宴上，我问鲁宾，在我执政的整个时期，谁一直认为经济前景黯淡，他如何看待我们为了应对可能失败的风险而买入的巨额保险。

“这对你来说一定很昂贵，鲍勃。”我取笑他说。

“是的，”他大笑起来，“非常昂贵。”

总统给了我一份非常特别的送别礼物：金属雕刻版的10美元票据，前面刻的是亚历山大·汉密尔顿的肖像，后面刻的是财政部大楼。他的题词非常亲切：“谢谢你引领我们驶过可怕的风暴；汉密尔顿会为你感到骄傲！”他和副总统都来参加了我正式的告别仪式，还有前任财政部长鲁宾、保尔森、伯南克，以及财政部的许多事务类公务员和政务类官员。

我利用这个场合重新梳理了自1988年我初到财政部以来采用的规则，从“要善于肯定，不要仅仅去否定”（Be for stuff，not just against stuff），讲到“不要爱炫耀者、不要浑蛋、不要爱抱怨者”。我对那些曾与我并肩作战，共同应对金融危机的令人敬佩的同事表示感谢。那的确是一场可怕的风暴。整个世界都在注视着我们如何领导，即使存在一些失误、挫折和冲突，但我们已经完成了任务，尽管这个世界并不这样认为。

“这并不是一件容易的工作，”我说，“做些公众肯定或喜好的事情，肯定没有风险。你会遭受很多质疑，但你要坚持下去，正因为有你们的决心、你们的创造力和你们的聪明才智，我们的经济才能变得更强大，即使我们仍面临着许多挑战。”

“当我在1988年走进这座大楼时，我还是一个年轻人，我渴望做些力所能及的事情，”我接着说道，“在我离开财政部时，我感谢能有这样一个机会，和如此出众的团队一起工作。我非常感激能成为财政部的一员，做些举足轻重的事情，做些远超出我们个人能力的事情。”

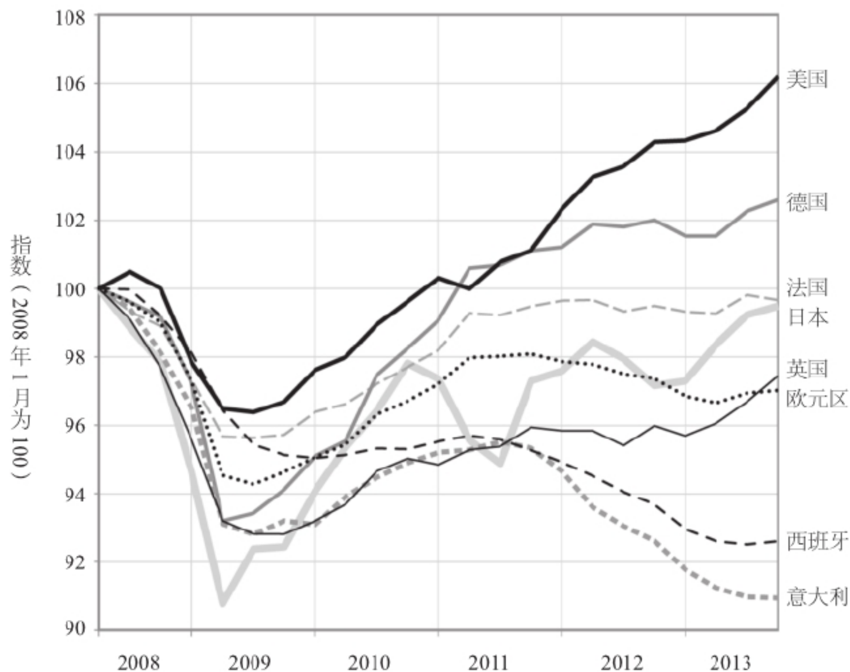
金融危机的反思

2008年11月，我告诉刚当选总统的奥巴马，他在任期内最需要做的就是防止经济危机，但他说他想实现的远不只这些。他的确也做到了。他结束了伊拉克战争，放缓了阿富汗战争的脚步。他的医疗改革不仅仅扩大了成千上万美国人的保险保障范围，更大大降低了那些极易导致财政危机的医疗开支。他在同性恋权益、清洁能源和教育改革方面也取得了很大的进步。历史将铭记这位伟大的总统。

但是他在解决经济危机上的成功始终是他政治遗产的核心部分。经济危机的解决和预防使得总统的其他成就成为可能，因为一场经济危机可能带来难以估量的灾难，比我们经历的任何失业、还贷压力、贫穷还要严重得多。当奥巴马就任总统后，我们便朝着那个目标不断前进。美国在2009年有近900万的人口失业。房地产业和汽车产业正在不断萎缩。虽然美国政府做了适当的调控，并采取了保障措施，但是金融系统仍旧支离破碎。那5枚炸弹——房利美、房地美、美国国际集团、花旗集团和美国银行——时时刻刻都有爆炸的危险，而且它们的危险要比雷曼兄弟公司大得多。

这些火药桶并没有爆炸。美国经济摆脱了它的死亡周期。这半年来它开始慢慢复苏。到2013年年末，美国的GDP比经济危机前提高了6%；而日本、英国和欧盟的产出都还始终低于经济危机前的水平。在减少了15万亿美元后，美国的家庭财富也还高于经济危机前的顶峰值。截止到2014年3月我写这部著作的时候，我们已经保持了连续48个月私营企业就业的增长，创造了近870万个工作岗位。虽然我们6.7%的失业率依然很高，但是它已经远低于过去10%的峰值，也远低于欧元区12%的失业率。

美国经济复苏远好于其他发达国家
主要发达国家**GDP**一览表

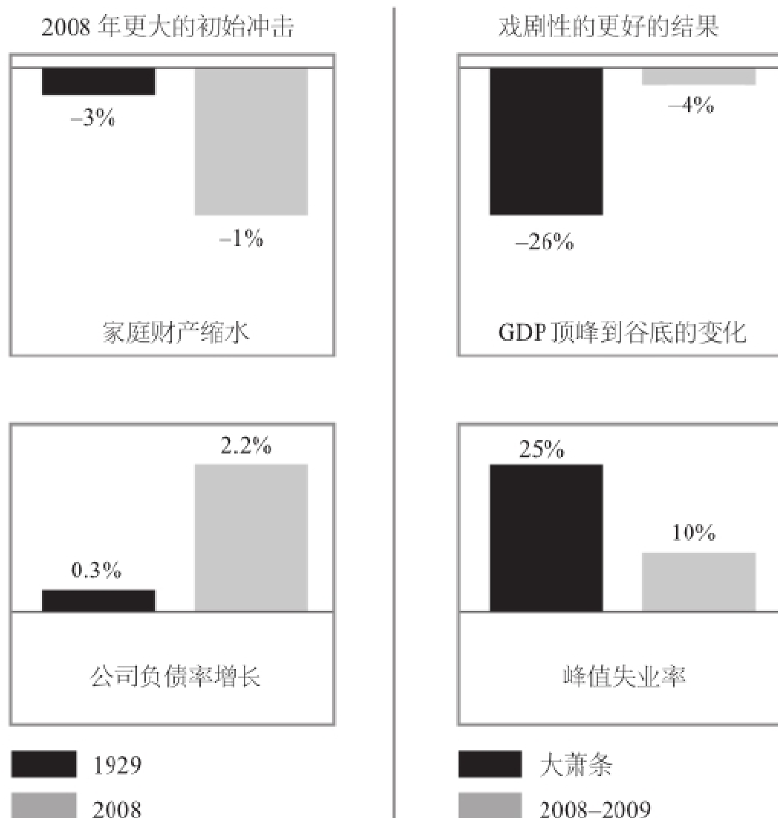


由于我们采取了较为积极主动的财政政策，在经济危机后美国经济要比其他发达国家恢复得更快。

数据来源：OECD（以2008年第一季度为基准期100）

初始冲击更为严重，但是却没有大萧条

市场和经济数据比较图



2008年危机造成的初次冲击要比1929年大萧条时的冲击要严重得多，但是我们的结果显然更好。
来源：美联储、经济分析中心、劳动统计局、经济顾问委员会，以及《美国历史统计》千禧年版

与此对照的是，在大萧条爆发6年后，美国就业率仍旧低于危机前的最高水平。在2008年经济危机中我们遭受的打击甚至要比1929年那次更大，但是这次后果却要远好于1929年。如果我们的经济遵循20世纪30年代的发展道路，那么经济危机造成的损失会比现在多2.5万亿美元——相当于失去得州和纽约一年全部的产出额——同时大约1 300万人会失业。对平民百姓而言，这必然是一场灾难，而不仅仅是对华尔街。股市的恢复——相较于2009年的低谷值已经反弹175%——可以增加美国成百上千万普通民众的储蓄收入以及公有和私有养老基金的回报。华尔街和其他产业的稳定发展，将会保护布衣街的实体经济免遭另外的经济危机的打击。

虽然在设计金融项目计划时我们并没有为纳税人赚钱的期望，但金

融业为纳税人实施的救助付出了报酬。2009年4月下旬，据国际货币基金组织估计，我们拯救金融系统的直接成本将近2万亿美元，但在2013年年底，我们的这些救助项目预计将为纳税人带来1　500亿美元的回报，这些钱足够在接下来的25年内资助联邦癌症研究计划。但许多美国人记住的金融救助仍旧是开始时的伸出援手的印象。珍妮·勒康普特曾经把CNN的记者艾林·博内特采访占领华尔街活动中一位年轻活动家的一段采访内容给我看，博内特问他是否知道华尔街的救助已经给纳税人带来盈利：

“我不知道这一点。”他告诉博内特。

这会让他对问题资产救助计划产生不同想法吗？

“哦，那当然。”他说。

这位认真的抗议者也可能会想知道奥巴马总统到底给布尔街的实体经济注入了多少资金。在他的第一任期内，经济复苏法案和其他刺激计划包含了大约1.4万亿美元的减税、促进就业的政府投资，以及对低收入和中产家庭的直接补助。这些还不包括总统对汽车行业的救助，而这些措施帮助复苏了垂死的汽车制造商，并帮助防止了中西部地区的经济萧条，还有就是他对房利美和房地美的危在旦夕的救助计划，这把抵押贷款利率维持在较低水平，并帮助重振房地产市场。乔恩·斯图尔特曾在他主持的《每日秀》节目中讽刺道：我们理应开支票给美国人民而不是那些银行。确实，我们开了很多支票给美国人民。

至今，这场金融危机留下的悲剧性痛苦和折磨仍在继续。金融危机向来如此。经济学家卡门·雷恩哈特（Carmen　Reinhart）和肯·罗格夫——这位就是我之前在国际货币基金组织时的同事，会议期间就在大脑里下棋的家伙——计算出一般国家在经济危机后要花8年时间才能恢复危机前的收入水平。即使我们做得比一般国家好很多，但危机也比一般国家更为严重，可以说美国承受了这次可怕打击的绝大部分。长期失业率仍居高不下，这对工人以及整体经济都造成了破坏性的影响。贫困人口数仍旧是惊人地高企，大多数家庭收入增长仍然停滞不前，而且我们的房地产项目无法阻止数以百万计的房屋止赎案例。尽管奥巴马总统坚持对富人增税，为穷人和中产阶级减税，并扩大联邦安全保障体系，然而不平等现象仍在增多，并有持续10年之久的趋势。

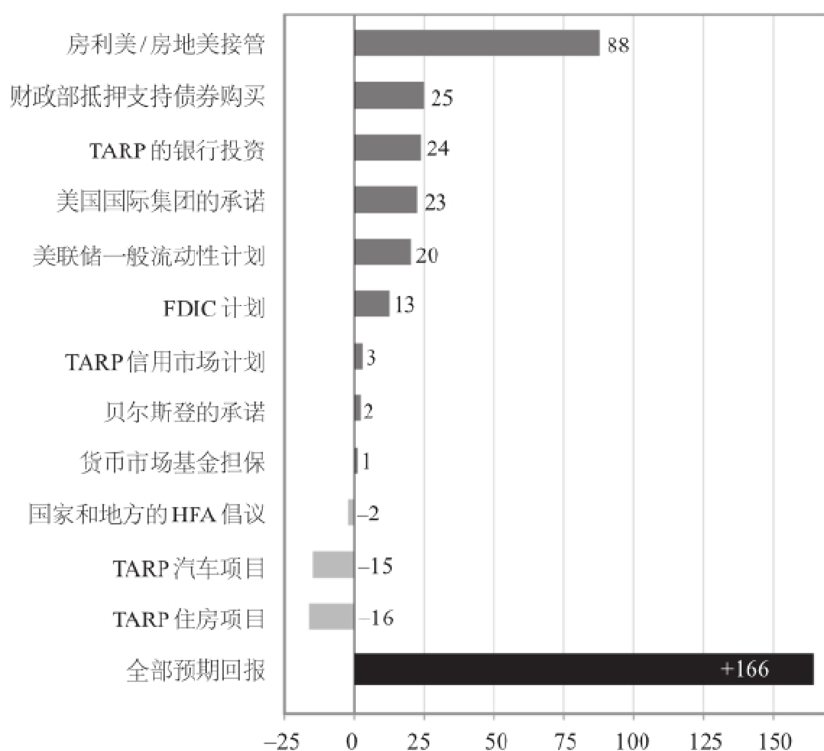
这种经济复苏缓慢和财政复苏迅速的并置会让人觉得，我们更关心华尔街而不是美国普通民众。这当然不是真的。但确实，与先前几次危机或者这次危机中的其他国家相比，美国经济的复苏表现更强，但却比普通衰退之后的复苏要缓慢。

为什么会出现这样的情况？

主要是金融危机后去杠杆化的现实。经过长期的借贷过度、住房建设过度和财务杠杆过高，美国人一直在存更多的钱去偿还债务，消除房地产市场的过多存货，而银行则在其中控制风险。这都是愈合过程的一部分，但它已经阻碍了经济增长速度。再加上我们运气不好地遇上了一些无法控制的冲击，比如中东动荡、日本的海啸、欧洲挥之不去的混乱和美国部分地区的干旱。

危机应对中纳税人的预期回报

政府投资的预期收益和损失（截至2013年）



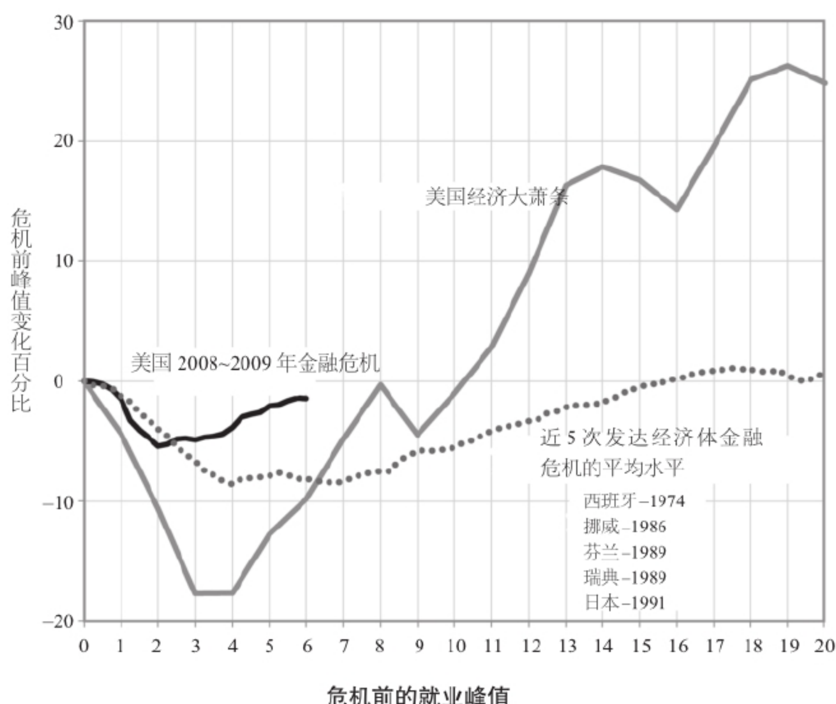
2009年年初，国际货币基金组织估计，美国政府最终将花费近2万亿美元拯救金融系统。事实上，美国政府的危机应对不仅阻止了金融系统的崩溃，而且帮助恢复了普遍的整体经济。截至2013年年底，这个计划预计将为纳税人带来约1 660亿美元的正回报。

数据来源：编辑自国会预算局，美国联邦存款保险公司，美国联邦储备委员会，行政管理和预

算局，美国财政部

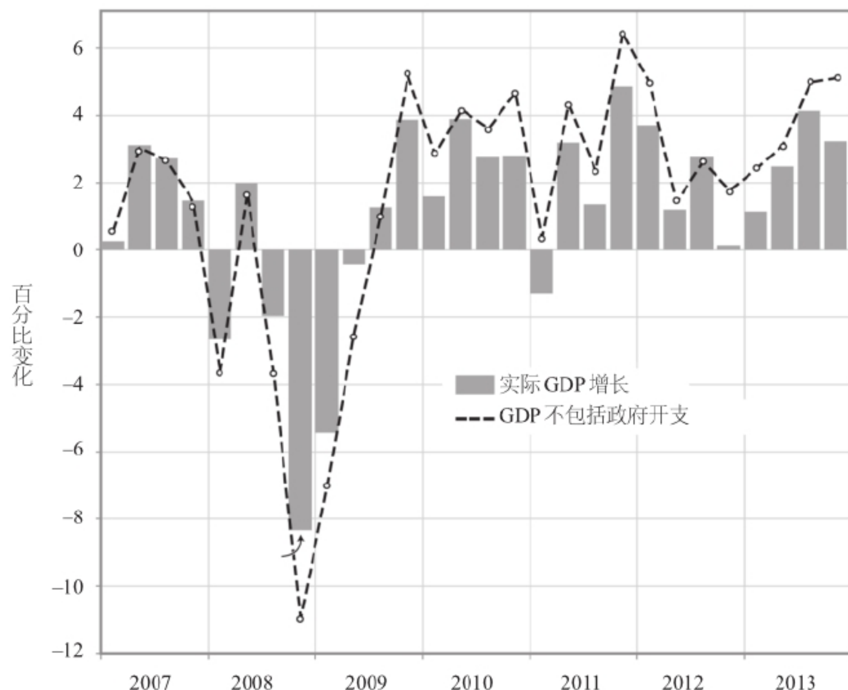
然而，我们自己也犯了一个严重而且是咎由自取的错误，即我们过早紧缩的政策。总统一直强烈主张财政刺激，从历史上最大的经济刺激——经济复苏法案开始，之后陆续出台了几个温和的刺激法案和更实质性的刺激计划，即使当“刺激”变成了一个肮脏的政治词汇之后。自2010年以来，联邦、州和地方政府支出的削减使每年的GDP增长少了一个百分点——这是我们过去不冷不热的经济增长和原本可以拥有稳定经济增长的区别。2013年3月，生硬的全面支出削减，也就是所谓的“自动减支”生效，又砍掉了GDP增长的0.5%。但我们并没有完全像欧洲一样重复1937年经济危机的错误，因此，不成熟的财政紧缩政策并没有扼杀美国的经济复苏；但是，由于没有足够的刺激，经济复苏的力量也确实大大削弱了。

美国经济复苏超过历史水平
总就业人口的历史数据比较



严重的金融危机过后的复苏总是缓慢的，但美国在危机后的就业增长远高于那些“二战”后经历严重银行业危机的其他发达经济体。
数据来源：人口普查部门，经济合作与发展组织，美国财政部

经济再次迅速增长
季度化的实际**GDP**增长



我们2009年年初颁布的政策以压倒性的力量扭转了局势，使原本以年率8%萎缩的经济在6个月内转变为正向发展经济。自大衰退结束后，尽管受欧洲金融危机的负面影响，州立政府和地方政府支出削减，以及联邦政府近日转向财政紧缩政策，美国经济年均增长水平仍为2.4%。自2010年以来，不包括政府开支，人均GDP以年均3.5%的速度增长。
数据来源：经济分析局（以2009年的美元币值为基准，季度，经周期性因素调整后的年增长率）

右翼分子不断讽刺奥巴马总统，说他是一个不关心财政赤字、毫无责任心的败家子。可是从确切的数字上看，这些评论显得十分荒谬。到2013年，奥巴马总统2009年上任时政府1.2万亿美元的财政赤字已缩减到6 800亿美元。这样的缩减速度是自“二战”以来复苏最快的。在奥巴马总统的任期内，财政赤字占美国国内生产总值的比例从惊人的10%降至约3%——部分原因是因为其负责任的政治政策，例如取消了布什为富人减税的政策；部分原因则是因为永久的紧缩政策，例如自动减支；还有一部分是因为经济走强的缘故。可支配的支出相对于国内生产总值的比例预计将下降到自艾森豪威尔政府后的最低值。医疗保健成本的增长自2010年以来一直保持最低纪录，这里的显著原因似乎是由于总统的改革。由于利率仍明显处于历史较低水平，因此我们应该利用大大提高了的财政前景的优势，将我们的长期投资更多地用于教育、研究，特别是基础设施，最好是更多地投资在广泛的财政改革背景上，这将使我们的长期承诺更具有可持续性。

一般而言，政治的功能性障碍——担心华盛顿僵局可能会导致经济的灾难性后果——会拖累经济增长。2011年夏天的债务上限摊牌将美国推到违约的边缘，这对商业与消费信心的打击是非常残酷的。2013年秋，共和党人继续在经济上相要挟，除非总统同意撤销医保法案，否则拒绝通过财政预算案，但这显然是不会发生的；在一次毫无意义的为期两周的政府关门后，他们的领导人终于退却了。超级大国真的不应该围绕这样的事瞎折腾。但总统再次拒绝与共和党在2013年的债务上限方面谈判，而在拒不让步失败以后，共和党同意将其延展到2015年。我坚信，国会应该取消债务上限，所以政治勒索永远不可能再次将美国的国家信用作为筹码。

如今，美国经济仍在温和增长。它强大到足以创造就业机会，但不能平息对于布衣街的实体经济已经落伍的担忧。美联储已经开始“逐渐缩减”货币刺激，每月减少100亿美元的债券购买，并在可预见的将来也没有额外的财政刺激。但是，美国正在变强。经过几年的去杠杆化，美国家庭平均的收入处在一个健康的财务状况，债务相对于收入减少了约20%。美国仍然拥有世界上最具创新性、弹性和多样性的经济，这被认为比起危机前有更先进的生产力。但美国的分裂和未成熟的政治文化仍然是一个问题——无法为普通的美国人提供许多政策改革，总是让事情变得更糟——但其他大多数国家面临着更加严峻的政治挑战。

许多美国人对美国经济的前景有一种可以理解的失望和不安，这种感觉由于对少数富人财富增长的怨恨和愤怒而更加强化了。我们的金融救援和股市复苏的成功，看起来就像我们在纵容纵火犯的证据，拯救他们脱离不利的赌注，保护他们高得疯狂离谱的报酬。尽管华尔街的普遍看法是，我们的金融改革是对自由企业强横的攻击，但许多美国人也相信，是我们帮助华尔街逃脱了百年不遇的大劫。

这方面的怒火反映了对我们在危机中所作所为的一种误解。例如，我们的干预措施并没有使华尔街避免所有的金融痛苦。我们让金融系统中最薄弱的部分倒闭，并迫使许多幸存者在规模或范围上缩小。在“救助”之后，贝尔斯登作为一个独立的公司已不复存在了。房利美、房地美和美国国际集团的投资者是如此不高兴，因为在“救援”时它们承担了大量损失，因此实际上它们后来起诉了联邦政府。在所有的舆论哗然超过我们应有的慷慨之后，在所有道德风险原教旨主义者对于我们给潜在的极端冒险者大开绿灯大为恼怒之后，听到我们对于倒闭的金融巨头过于

严厉这样的指责是非常奇怪的。

通过问题资产救助计划和压力测试，各大银行对于风险的比例都在稀释：它们需要的资金越多，它们的股东就越容易看到他们在这家企业内所占的股份比例减少了。一位投资者或者高管在危机前拥有花旗集团1%的股票，那么危机之后就只占0.16%了。这当然比倒闭之后一分钱都没有要好，但我们的批评者觉得这太不慷慨了。而陷入困境的机构，比如政府占多数股份的公司（房利美、房地美和美国国际集团）或被更强的伙伴并购的公司（贝尔斯登、华盛顿互惠银行、美国金融公司、美林、美联银行），它们的首席执行官们都失业了。这应该有助于加强未来银行的投资者和高管的激励措施，抑制他们冒险。我们的金融改革把未来的薪酬待遇和长期业绩更加紧密地结合起来，当企业陷入困境时，法律赋予权力可以追回薪酬。而且由于税收制度更加激进，金融业更大份额的奖金可以帮助资助教育、为穷人服务的安全保障、加强执行新的金融规则以及行使政府的其他重要功能。

华尔街并没有为其不当行为付出代价的看法也是不正确的。到2014年年初，大银行已支付超过1 000亿美元与危机有关的罚款。总体而言，对美国金融机构的执法处罚程度大幅增加，并且新的消费者金融保护局、更强的权力机构以及批准给其他金融监管机构的资源将在未来创造一种更可靠的威慑力量——我相信比任何其他主要经济体都更为强大。

当然这也是真实的，华尔街的CEO们还没有被集体关进监狱，当然许多美国人认为这是他们应得的。但是，这不是公共腐败或无能的一个阴谋。联邦检察官和州检察长有足够的动力去追查高调的金融巨头，他们已经逮捕了一些内幕交易者和庞氏骗局的骗子。在大多数情况下，他们只是得出结论认为，产生金融危机的活动并不违法，但可能是不道德的或愚蠢的。在信贷繁荣期间，抵押贷款欺诈的金额骇人听闻；它造成了很多痛苦，应当有比现在政府所做的更有力的执法回应。但大部分产生危机的巨大借贷热潮是有行为能力的成年人产生的，他们认为将为付出的风险得到回报，而长期以来的风险也确实得到了回报，但风险是由天真轻率地相信永远上涨的房地产价格会使得未来的违约可能性微乎其微形成的。在多德–弗兰克法案通过的晚宴上，当伊丽莎白·沃伦向我解释她的保护消费者权益理论时，她做了正确的观察，银行没有也不能从消费者没有希望偿还的贷款中赚钱。在任何情况下，联邦法律并不禁止

贪婪、无知或过度乐观，甚至过度冒险。

金融业检举起诉机制的缺乏以及金融业利润的复苏使公众相信一切都没有改变，或者如果有什么改变的话，那就是系统变得更加危险了。我们仍然有规模很大的银行，有的甚至变得比它们在危机前更大，银行体系整体更加集中。这不但反映了长期的行业发展趋势，也反映了所有在危机期间发生的紧急收购与兼并。但是，相对于我们的经济规模，美国的银行体要小得多，相比其他主要经济体，我们的经济对银行的依赖要少得多。

而我们的改革使整个金融系统更加安全。资本和流动性要求也要严格得多，使得经济较少地依赖于容易产生挤兑的短期资金。大部分衍生工具市场已经走出了阴影，有足够的保证金要求以减少恐慌抛售的危险。通过一些措施，所谓的“影子银行体系”已经比2007年以来减少了一半，而且这些狂野的做法受到了更为强有力的监控。政府还有权力逐渐停止帮助那些具有系统重要性的公司，所以市场现在对政府将把它们从未来的错误中拯救出来会更加没有信心。新的消费者保护机构已成为一个保护美国人免受金融掠夺的强大力量。

此处借用一下德克斯特·费尔金斯（Dexter Filkins）关于阿富汗的著作的标题，改革是一场“永恒的战争”。这是一个永不停歇的过程，我们留下了一些未竟的事业。我们仍然需要为货币市场基金执行更严格的规则，在住房金融领域开辟一个全新的政府角色，重建我们支离破碎的监管制度，以及更为强大的紧急权力，如恢复联邦存款保险公司的权力以提供更为广泛的保障能力。虽然在最初的管理风波中存在着许多混乱之处，而这随着时间推移终将被改良。但是，认为金融现状仍占上风的想法是荒谬的。银行变得更加保守和低利润化。在危机发生之前，最大的6家银行普通股中每一美元的利润是21美分，目前却还不到它当初的一半。

当然，这并不意味着我们对金融业慷慨的公众印象都是毫无根据的。我们在总体上对金融系统和一些管理落后的金融机构提供特别支援。我们这样做并不是帮助它们的高管购置更华丽的豪宅、更时尚的私人飞机。我们这样做是因为没有其他的办法以防止金融灾难压垮更广泛的实体经济。当金融系统停止工作，冻结信贷，储蓄蒸发，对商品和服务的需求消失，最终将导致裁员、贫穷和痛苦。当投资者和债权人开始恐慌，消费者和企业纷纷效仿。因此要解决重大金融危机，你必须做的

事情，是你永远不会在平时甚至在一次温和、轻度的危机中所做的一些事。

这是金融危机的核心矛盾：感觉公正、公平的事物往往与需要产生公正、公平结果的条件相反。这就是为什么政策制定者一般倾向于使危机恶化，以及为什么危机管理的政治总是站不住脚的原因。

信贷繁荣得益于鲁莽的冒险和过度杠杆，泡沫破灭之后的直观反应就是控制信贷、减少承担的风险和降低杠杆。当你陷在一个坑洞里，你应该做的第一件事就是停止挖掘。政策专家和政治家对一场空前金融危机的本能反应就是惩罚犯罪者，并把损失强加给他们的债权人，同时减少纳税人承受的灾难性风险。显然，政府应当制止造成混乱的风险行为，而不应该奖励它。在财政方面，它似乎就更明显，许多爆炸性的预算赤字应当促使财政紧缩，当家庭和企业不得不勒紧裤腰带时，政府也应该和他们一样勒紧裤腰带。

所有这一切听起来是正确的。它通常是正确的。但是当处于严重的危机时，这却是错误的。如果这些天性与本能影响到策略，它们可以造成巨大的伤害与损失。

在一场危机中，当信心消失和冒险行为停止时，如果政府措施进一步抑制冒险，就只会进一步破坏信心和触发挤兑。而当私人需求萎缩，政府的紧缩政策只是加剧了这个问题。我们需要的是避免恶性循环，以及避免使金融系统和整体经济互相拖累的有悖常理的补救措施：更多的私人信贷、更多的政府借贷、更多的信心，即使因为过度自信制造了混乱。不幸的是，危机响应者遏制金融恐慌的唯一途径是消除恐惧来源，这意味着要防范系统重要性公司混乱地倒闭，确保金融机构债权人的贷款将被偿还，并从整体上降低金融市场的不确定性。在这种严重的情况下，政府需要借助阴郁悲观的力量，反其道而行之，借贷更多，花费更多，将纳税人暴露在更多的短期风险中——即使它看似挥霍无度和有悖道德，即使它看似助长了无能和贪污，即使它看似刺激产生了一个失控的、货币滥发、疯狂救助的大政府。

这就是为什么我们要在背后支持这么多经营不善的企业。这就是为什么我们为金融机构和金融市场超过30万亿美元的负债提供支持。这就是人们认为我们更关心华尔街而非布衣街的普通大众的主要原因。正邪对抗的叙述是不可抗拒的：我们拯救的那些不负责任的银行家继续付给

自己巨额奖金。传统的智慧快速僵硬，除了一些有良心的外，媒体很少试图解释真实情况实际上并非如此非黑即白。

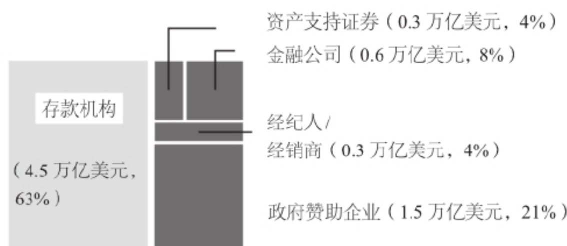
当然，我们也没有很好地解释那些灰色的部分。部分原因是因为我不是一个天生的沟通者。我记得，当我读到首席大法官约翰·罗伯茨决定阻止奥巴马进行医改时，我很羡慕他的论点的清晰度，虽然法律推理不怎么样。从来没有人指责我们的叙述缺乏清晰度。我们都有点忙，当然一部分是因为我们要面临各式各样的挑战。我们并没有强调2009年的早期事情有多糟糕，因为我们不想进一步地丧失我们的信心。同时我们也不会过分强调之后事情会变得多好，因为我们不想在美国人处于经济危机的时候表现出我们欣喜若狂想要庆祝的样子。但我并不善言辞——类似拯救银行倒闭，保护债权人免受资产减值的影响，在借贷潮之后花掉借来的钱等问题都很难解释清楚。

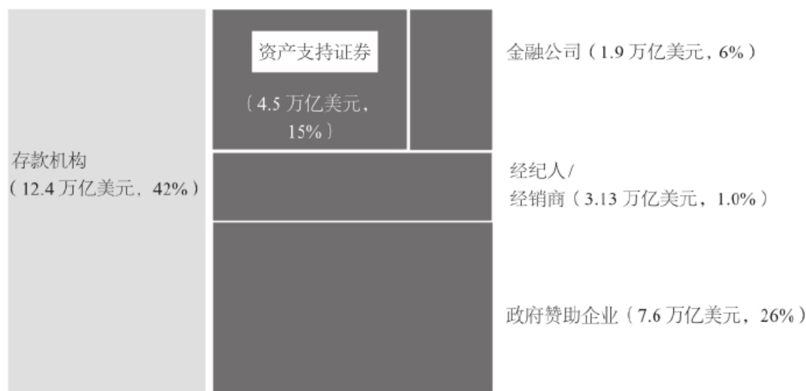
这就是悖论。在面临像我们这般无情的经济危机的时刻，那些看上去可靠的行为——让银行倒闭，强制地让债权人遭遇损失，平衡政府的开支和避免道德危险——只会让危机恶化。那些必要的缓解危机的行动是无法得到解释的，也是不公平的。

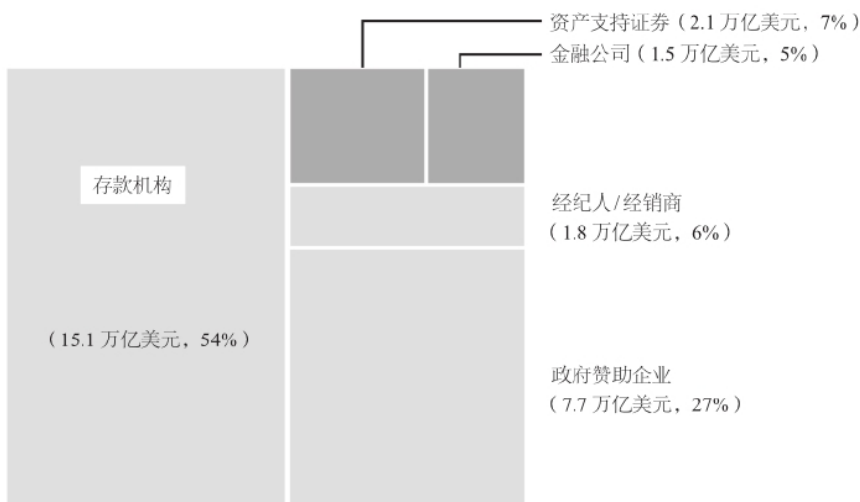
一个对我们最新的灾难性冲突有利的因素在于它能够像从前一样清晰地阐明哪一种政策在危机中有用，哪一种没有用。我们开始实时地观察我们那些决策的效果，我希望那些不得不面对下一次经济危机的政策制定者能够从我们的成功和失败中吸取经验。因为肯定会有下一轮的危机，尽管我们已经做了很多工作去改善金融系统的弹性。也许我的经验可以帮助未来的决策者为危机做好准备，并对此做出反应，并且防微杜渐，在它造成大规模破坏前加以扼制。

金融活动正在走出阴影

银行与市场融资







扩张长达数十年的金融活动中的“影子银行体系”在金融危机和2010年的多德-弗兰克金融改革后开始逆转。整体金融活动的一个较小的比例正在传统银行以外发生，而这一活动目前正遭受额外的监管，由图中较浅的阴影部分表示。

资料来源：美国联邦储备委员会和金融稳定监督委员会。

***

印度中央银行的银行家雷迪（Y. V. Reddy）在危机时期送给我一本书，这本书叫作《并发症：一个年轻外科医生的笔记》（Complications: Notes from the Life of a Young Surgeon），是阿图·葛文德（Atul Gawande）写的。他说这是他所读过写得最好的一本关于中央银行的书，同样类似的关于金融危机的管理也引人注目。这是在一片模糊的不确定性中做出的关于生或死的决策，相伴的是不断上升的灾难性失败的可能性。这并不是巧合，随着危机逐渐淡出市场，我重新开始看一些电视剧。我开始看《豪斯医生》，这是一部系列美剧，讲述的是一个领导医疗团队解决神秘医学事件的怪医生。我能够在此产生共鸣——当然不是因为我厌恶人类，而是面临要解决复杂问题的时候，以及不可避免的并发症时，整个团队围坐在桌子前讨论诊断和治疗。

这多多少少类似于金融危机的管理，需要诊断和治疗，预防和治理，诊治和手术。同时风险高，收益不确定。每一个案例都是不同的，但是一些计划可以被广泛地运用。接下来要有一个关于金融危机管理的工艺思想的完整框架，并附有我们如何运用它的想法。我将会从决策者需要提前预防和为危机做好准备这点开始说起。

雷恩哈特和罗格夫为他们关于金融危机历史的著作起了标题，名为《这次不同》（This Time Is Different）。因为专家总有充分的理由说为什么他们享受的繁荣将会避免如同过去般灾难性的经济模式，直到事实证明并没有这样的效果。事实上，我们知道去观察什么指数，尤其是私人借贷与GDP的比例持续上升，李·赛克斯在纽约联储用“富士山图”向我展现了这种现象。另一个大的危险信号在于由没有保险的金融部门发行的短期负债持续上升，当好时代过去的时候，这些钱会很快被抽离。当它在高度杠杆化的银行中逐渐累积是很恐怖的。当风险和杠杆从传统银行体系迁徙到金融机构和市场，伴随着更少的监督以及更少地倚助银行安全网体系，这会变得更加恐怖。

监管者可以辨别出这些警告的迹象，但他们并不是永远无所不知或者无所不能的。这里并没有明确而确定的方法判断何时会泡沫破裂，也没有明确的方法去阻止狂热的恐慌。狂热是固有而且不可预知的，监管者也不能对此免疫。在避免金融崩塌方面长期的成功经验，事实上可能

增加脆弱性的灾难，因为稳定可以滋生不稳定。在纽约联储，我看到“大缓和”的信念可以拥有多大的力量作用于那些聪明人，并且见证了信贷繁荣背后的表情。尽管我们借助着东风，警告增长的杠杆和影子银行系统的风险，并采取一些有效的措施去鼓励压力测试和限制衍生品的危险，但是我们并没有合适的工具去避免灾难。

金融危机不能可靠地预测或者被事先阻止，因为人们的互动是内在不可预测的。但我们还是可以提前采取很多措施使危机带来的伤害减少。这些可以分为保障措施，即帮助减少危机发生的可能性和危机的严重性；还有紧急权力，即帮助决策者限制危机爆发时带来的破坏。这个目标不应是防止企业承担太多风险的失败，而是使系统对于它们的失败做出安全防护，以防止它们的失败导致可能产生崩溃的无限恐慌，避免当它们失去控制时产生可能导致萧条的严重危机。

最重要的保障是对承担风险的约束，我将之描述为“减震器”，是严格限制杠杆的资本必要条件，以及确保机构可以在经济低迷的时期承担损失。其他的减震器，包括流动性要求，就是限制金融机构对易抽离的短期融资，以及存款保险和存款机构贴现窗口的依赖；衍生品和其他金融工具的保证金要求；以及限制普通借款人杠杆的抵押贷款的首付要求。使风险在银行更加透明，就像我们做的压力测试那样，也可以帮助限制一个投资者将恐慌传播到每个人的倾向。为了使之变得更有效，这些保障必须广泛应用在金融系统，不仅仅是法律上被称为“银行”的地方，而是在任何行为像一个银行的大型金融公司，那些通过短期借款以发放贷款或投资于长期资产的公司。否则，风险只会转移到不受约束的公司，发展出一个存在更多杠杆的和更易发生挤兑的并行金融系统。

减震器会有一些经济开销，需要公司的经营具备更加保守的资金以及更为雄厚的保护来承担吸收亏损的资本，当然，金融产业对此抱怨频频。但是和降低衰退的频率以及程度所带来的金融利益相比，这些费用还是比较小的。强烈的减震器不仅可以降低银行破产的可能性，降低银行失败的风险——这些风险或是一次股票市场的崩盘，一阵房地产市场的衰退，或是一场真正的经济不景气——将会产生震惊金融系统剩余部分的恐慌。同时，他们还降低了危机突然发生的危险：银行将会通过减少贷款来保存资本，断供实体经济的金融氧气，抵消对抗危机工具的力量，例如财政和货币刺激。

减震器对于借款人也十分有益。万一发生失业、紧急医疗事件、房

地产市场低迷的情况，较高的首付要求也为业主提供了一个缓冲，在保护市场的同时也保护了个人借款者。如果价格下跌，对投资者的初始保证金要求不仅限制了他们的杠杆作用和潜在的损失，并且限制了为满足保证金要求而低价抛售的风险，以及可能产生的螺旋式下跌恶性循环的动力。这些工具可以消除一些狂热中的动能，遏制过度的冒险行为。

当企业、投资者和普通的家庭对于风险有很大的偏好胃口时，金钱往往能找到办法绕过安全防护保障网，就如同河里的水漫过或者绕过河里的石头，在我们的危机发生之前，风险就用这种方式迁移到影子银行系统。监管机构应尽量随着时间的推移扩大保障的范围，抓住金融和经济风险背后的变化根源，尽管它们总是滞后于市场。金融监管永远跟不上金融创新的步伐，但监管机构应把它作为一个持续的挑战，并坚持加以研究。

在经济危机来临之前的繁荣阶段，美国的资本与流动性资产的要求太疲软宽松了，但还是足以为传统银行业务之外的风险性项目提供资金，例如房地美和房利美，例如贝尔斯登公司和雷曼公司这样的投资银行，例如美国国际集团和通用汽车金融服务公司这样的非银行金融公司。我们规则中存在的问题并非它们不够保守，而是它们的适用范围太窄了。在纽约联储我很担忧那些我们协助监管的大银行缺乏充足的资本——而事实证明它们其中一些确实缺乏资本——但是我更担心在我们监管范围之外的那些非银行金融机构缺乏资本。我尝试通过我的演讲和对同一行业的风险评估提高这一意识，推动更加严格的压力测试和更为保守的风险管理。我们通过与十四人家族的工作尝试去修补一些衍生品市场上的管道问题。我们也通过监管借钱给他们的银行，用这一“间接渠道”去推动限制不受监管的对冲基金的杠杆比率。

就目前我们所拥有的知识而言，很显然我们做得并不够。在危机之前，我并没有促使美联储加固银行的资本防护措施，也没有推动国会立法将这一防护措施推广到非银行金融机构。我本可以更激进地通过间接监管渠道来控制那些与传统银行相关联的其他部分的影子银行系统，例如第三方回购、资产抵押商业票据和最后形成如此巨大破坏的表外工具。

我们的金融改革非常显著地提高了金融系统的防护措施，力促银行储备有更多的资本以及更少地依赖短期资金。对那些一旦破产倒闭就会造成更多损失的大型银行来说，这种规定更加严格。而且新的金融稳定

委员会对监管整个金融系统的风险负责，并有权力在有需要的地方加强监管。我们的监管体系仍然有缺陷，但是它已经有更大的权力去面对看不见的威胁了。美联储也力促大银行诚实地接受紧张的压力测试，强迫他们想象难以预料的情景并维持足够的资本得以生存。

毕竟，美国的经济危机大部分是由于没有被预料到，也没有被想象到。每一次经济危机都是如此。所有我的谈话中关于尾部风险，所有我们对于泡沫危机的担忧，我们都没预料到全国性的房价下跌可以引起金融系统的恐慌，大到足以使更大范围的实体经济下降。但是良好的预防经济危机的措施并不取决于准确地预想未知事件发生的形式。你不能期望事先就知道会产生的意外。你能做的就是判断意外将会到来，并且强制金融系统建立更强的防御，可以抵抗破坏程度最大的那场危机。

我们并没有万全的策略去阻止金融之火，因此在着火之前政策的制定者需要确保他们有适当的灭火工具。如果他们没有权力做决定，那么危机管理技能就不会起作用。

两大最重要的工具——财政刺激和货币刺激，并不需要紧急权力，但是它们的效力可以提前增强或减弱。一个财政体系强健的政府——没有盈余的情况下有着适度的赤字，债务对GDP的比例是可持续的——会更有利于借入低利率资金，提供大量的短期激励并维持激励，只要这对缓和去杠杆化的影响冲击有必要。同样的，在货币政策方面，在过去保持低通货膨胀纪录的中央银行在危机期间会有更多的余地扩大现金供给，而不招致人们更多关于未来通货膨胀的恐惧。

作为布什政府因减税而导致的政府赤字和支出增加的产物，在危机发生之前美国财政地位的退化限制了政府获取更积极的、更有持续性的对危机的财政应对。我们本可以在这么长的一段时间内比我们做的还要多，世界本可以以低利率供给资金，但是在奥巴马就职之前赤字已经达到1万亿美元，国会与民众中已经存在着对继续采取激励行为的不同意见。实质上，在美好的时光肆意挥霍，这迫使政府费力地应对这次危机。相反，美联储面对这场危机时有着良好的控制通货膨胀率的声望，这帮助其主席伯南克追求实施积极的货币政策而不会破坏通货膨胀的期望值，并且使这些行为比他们没有市场信誉时更为有效。

无论在危机前夕政府和中央银行多么负责，他们还是需要有紧急权力在危机来临时迅速地开展大规模的部署，就像州长有权力回应军事攻

击那样。这一权力应当是为最危险的情况所准备的，而且他们的部署中存在一些减少道德风险的不确定性，但是这需要极强的判断力和魄力。

那么在工具箱中应该有什么工具呢？最重要的工具是：当金融系统需要流动性时，有能力扩大最后贷款人权力的能力；拥有允许倒闭的金融公司依次逐渐减少的决定权；拥有存款保证金以避免电影《美好人生》里发生的银行挤兑，更广泛的应急权力用来担保其他金融负债。

当面对危机时，我们的工具箱并不总是空的，但这对于复杂庞大的现代金融系统而言远远不够。有时候这就感觉像华盛顿的军队在参加世界第三次大战的战斗。在支持像三方回购和商业票据这样的市场时，美联储确实用其权威通过影子银行体系提供资金。联邦存款保险公司为中小型银行准备了优异的急救方法，但是政府部门没有决定权处理商业巨头，如贝尔斯登、雷曼和美国国际集团，所以我们没有办法通过有序的程序使它们破产。美国政府作为一个整体在恐慌中远远地落后了，在紧急状况中跌跌撞撞，通过胶布、绳子和临时权力将灾难转移，无法说服市场相信我们有能力停止挤兑。

仅仅在保尔森和伯南克说服不情愿并恼怒的国会赋予我们为有问题的公司注入资金的权力，且联邦存款保险公司同意担保银行债务之后，我们才有能力打破恐慌的势头。我们最终熄灭了这场大火，国会最终也在多德–弗兰克法案中提供了决定权，但是如果我们从刚开始就有这些工具，我们本可以更快地熄灭这场大火，而且也可以限制成百上千万美国人遭受的损失。

虽然多德–弗兰克法案的决定权未来会对消防员有帮助，但是联邦存款保险公司的担保权力被取消会阻碍对下次危机的应对。而且最后的立法也剥夺了美联储干涉特定公司的权力，就如它对贝尔斯登、美国国际集团、花旗集团和美国银行所做的那样；如果联邦存款保险公司仍旧拥有广泛的担保权力，那这种力量就非必需的了，但是如果两者同时都失去，结果会是灾难性的。

这些灭火的权力确实会造成一些道德风险，就像烟雾报警器和消防队的存在使得在床上吸烟感觉风险小一些。但最好还是有权力将这些火扑灭。避免衰退所带来的潜在好处，比拯救那些不值得被拯救的人们的潜在花费更有价值。当你有能力提供保障和其他急救措施避免经济危机这把野火蔓延时，你才可以让这把火烧一段时间。

事实上，一旦当预防和准备的时间都已经结束了，让火烧一会儿是开局时的正确决定。

在金融危机这把火燃烧的初始阶段，我们不能确定这是否是系统性问题，一些公司的问题反映的是否是普遍的问题，并会造成更大范围的恐慌。个人信用问题、金融杠杆作用和短期资金问题的大量增加，均显示出金融系统在严重危机面前的弱点。但是没有清楚的界线区分这是微小的还是灾难性的震荡，是五年一遇还是百年一遇的洪灾。你需要自己找到办法。

这一诊断的迷雾是管理危机中最棘手的问题。如果你把每次震荡当作灾难并且马上援救，你将会面临很多道德风险，并为以后的灾难埋下祸患的种子。保护私人投资者免受冒风险的后果鼓励了冒险，就像慷慨的洪灾保险促使在洪水多发的平原上过度开发。但是如果你假设每一次经济动荡都会开始得很缓慢并要很久才会升级，那么你则不会冒险让恐慌聚集大量的动能。一旦你落后于危机的曲线，那你将很难赶上。

进行假设并没有错，只要你为情况改变做好积极的准备。让火烧一会儿可以帮助你看清危机的严重性。它会摧毁最弱的公司和高风险的融资机制，打下重组金融体制的基础，就像自然的野火可以清理灌木丛，从而促进整个森林的健康。

但是你不想让火燃烧得太久或太旺。你不希望这火赢得足够的力量去创造一场普遍的恐慌，这也许会让一个相对比较强劲的公司也在绝望中破产。而且可控制的和不可控制的界限又不是那么容易辨明。只有当你的政府和中央银行有权威和意愿加速到近乎压倒性的力量时，你才有能力缓慢开始。理想状态中，你提供的流动资金或者其他对金融系统的支持刚好能够防止它崩溃，而不是多到可以支撑无法挽救的公司以及不可控制的资产价格。其目标是要让经济系统开始适应并去杠杆化而不陷入恐慌和崩溃，这在理论上很简单，但做起来很难，也就是俗话所说的“说易行难”。

不管怎样，一旦这场大火燃烧得太旺，一旦狂热变成了恐慌，一旦诊断完成而且结果是可怕的，试探的时间就已经结束了。

***

人们应对经济危机时，不愿面对的真相是，认为是对的行为，事实上常常是错的。人们的自然本能就是在干预之前尽可能长时间地等待，尽可能缓步升级，减少纳税人的损失，在援助上则实行严格的规定，给始作俑者上一堂教训课，解决危机的根源问题。让濒临破产的企业破产。让资助了狂欢的债权人付出代价。但那是让系统性危机更加糟糕的处方。公众将希望看到《旧约》全书式的正义，惩罚贪污腐败。道德风险的原教旨主义者想要传达不负责任的行为将不被认可的信息。如果政策制定者听从了，他们将招致灾难。

有效应对危机的原则大多数是违反直觉的。你承诺要做的事越多，你不得不做的事就越少。如果你冒极大的风险退出市场，你将在巨大的损失上承担更小的风险，你将吸引更多的私人资金来巩固稳定性而不是需要政府资金。你的错误也应当是做得多而不是做得少，不管怎么样你都会犯错误，但是你应该试着犯付出更少的代价就能改正的错误。抑制经济恐慌比经济灾难后的善后更容易。

最后，你想要解决危机的根源，重组金融系统，控制过度的融资。但是正如圣·奥古斯丁所说：还没有到时候呢。在紧急情况中，你需要依靠恐慌的力量去重拾自信，并减少不确定性，使金融系统再次值得投资。那意味着系统重要性的公司不会有混乱的失败，没有会导致挤兑的资产减值。目标是使挤兑看起来很不理智。让主要的公司破产，避免道德风险，让政府的干预最小，表面合理却都将会招致巨大的压力。最终对付更大的危机的一个方法是要求更多的政府干预和创造更多的道德风险。

当政府进行干预时，让私营部门最大限度地承担即刻产生的损失似乎很有诱惑力，正如联邦存款保险公司在对华盛顿互惠银行的高级债权人的资产减值时所做的。但是在经济繁荣后的大危机中，私营部门早已过度扩张并且处于倒退之中。它没有金融能力去压制恐慌的力量，而且转移它的风险只会扩大恐慌，就如同华盛顿互惠银行的资产减值导致了美联银行债权人的挤兑。总的来说，政府承诺要做的事情越多，最后实际上做的事情就会越少。纳税人最初承担的风险越多，他们最后付的钱也就越少。

鲍威尔原则的原版强调：军事政策的制定者应该把战争作为最后的手段，这同样适用于经济政策的制定者。但是当战争不可避免的时候，经济政策的制定者应该承诺采用压倒性的力量——即财政政策、货币政

策和金融消防措施的结合。没有一个工具在单独使用时可以足够强劲，任何其中一个政策工具的弱点都会削弱其他工具的有效性。

你也应该为持久战做好计划。长时间的信贷繁荣会造成巨大的灾难，而这需要多年的政府持续的支持才能使经济得以复苏。去杠杠化过程使危机后的经济复苏缓慢而脆弱。政府往往过早地踩刹车，减弱了经济复苏的力量，增加了经济大战中的经济支出和财政支出。

货币政策和财政政策的剧本实际上都很简单。你想要尽可能地扩张，那就尽可能持续地为经济提供大量的刺激。在经历过抑制需求和制造通货紧缩风险的一个强力冲击后，中央银行应该放松货币政策，激进地降低利率。一旦隔夜利率接近零，他们就应该寻找新方法作为加速器，就像本·伯南克通过量化宽松所做的。他们需要传达他们最终会踩刹车的信号，并且在以后会对通货膨胀保持警惕，但是对未来通货膨胀威胁的担忧，比逼近的通货紧缩和萧条要少多了。宽松的货币政策在危机中只有有限的力量，因为当借款者不想再借款，放贷者不想再放贷时，低利率不起任何作用。但是中央银行在20世纪30年代的实践证实：紧缩货币政策会是灾难性的。

在财政方面，政府应该竭尽所能地减少税收和增加政府支出来弥补财富损失、信贷缩减，以及私人需求的萎缩。做出可靠的承诺对在未来解除经济道路上的紧急刺激是很重要的，尤其是当你陷入巨大的赤字和难以承受的负债危机中时，但是在紧急状态下政府没有时间去预先设计好紧急支出的限制或者是快速通向收支平衡的道路。财政刺激的构成也是很重要的，应该理想地结合速度和力量。减税措施速度是很快，但力量却薄弱，投资于基础设施建设是很有力，但是进展却会很缓慢。但是在危机中，你不要想能有什么最佳设计方案。政治最终会决定做什么，你不能陷入旷日持久的斗争。

金融的救助协议是更加复杂的。你想要进行分类，分辨出到底是无可救药还是只是缺乏流动资金，分辨出到底是公司彻底不行了，还是只需要在溃败中保护一下即可。你不得不决定在哪里设置你的防火墙边界，对挤兑进行防御。如果你设置得太狭窄，使得很多银行都没有受到防护，你就会被彻底压垮，从而遭受更多的伤害，但是如果你设置得太宽，试图去保护每一个人，结果是你将花掉数万亿美元，支持僵尸般的银行，为下次的危机埋下祸患。

成功没有自动的配方。市场固有的复杂性和不可预测性以及人类行为都需要政策的灵活性。政策制定者需要权威，他们需要根据实际情况的需求自主行使他们的权力，并且应该为自己行使这一权力是否有效和可靠负责任。行使这一自由裁量权，他们应该考虑几点基本原则。

***

对风险管理来说，第一步就是经典的白芝浩原则（在金融危机时，银行应当慷慨发放贷款，但只发放给经营稳健、拥有优质抵押品的公司，而且要以足够高的、能吓走非急用钱者的利率来发放贷款）。最后贷款人应该向银行系统提供资金,从有安全担保的短期贷款开始，如果有需要则应该坚持更长时间且覆盖面应更为广泛。中央银行应该以惩罚性利率自由借贷，“自由”是很重要的一部分。在理想情况下，你要把贷款定得很昂贵，当恐慌消退后银行将可以用私人资金取代它，但你不想让贷款太过昂贵而使得借贷成为绝望的一个信号。如果利率过高，伴有耻辱感的贷款将导致银行出售资产，减少贷款，增加了对金融系统和经济的破坏性压力。一般来说，危机管理者不要给予紧急援助太多的束缚，以避免破坏其有效性。

如果金融系统在很大程度上依赖于非银行融资，您可能需要支持这些市场和机构，保护它们免受挤兑。在我们把投资银行置于银行体系约束之下前，我们延长了美联储对它们的借款期限。我们以接管的方式支持了房利美和房地美。我们也支持商业票据和其他高利率抵押贷款支持证券、汽车贷款、信用卡和学生贷款。如果你允许这些业务运行在传统银行安全保障网之外，它们可以在匆忙间造成很大的损害。

这些融资便利工具可以非常强大，但中央银行只能承受那么多的风险。在一场严重的危机中，政府最终需要为更为广泛的金融负债提供担保，以此来免除灾难性的风险。他们应该对担保收取费用，来减少环境有所改善后仍依赖他们的情况。他们应该覆盖的是灾难性风险，并不是所有的风险。但是没有担保是无法打破一场真正的恐慌的。尽管他们经常攻击道德风险的基础，因为他们被视为放纵弱者，他们事实上可以降低道德风险，因为只有当你有能力保护其他人时，你才可以让弱者倒下。在危机没有可靠的担保时，没有办法吸引私人资本进入金融系统。

在我们的危机中，我们扩大了联邦存款保险公司的存款保险和银行

中的保证商业银行交易账户。财政部为货币市场基金提供担保，这些基金表现得像银行一样并且管理有方，这让人想起在有银行存款保险之前的银行。一旦希拉·贝尔同意用联邦存款保险公司的权力为新的银行债务提供担保，我们便能够消除自从雷曼破产和美联银行的资产减值之后一直徘徊在债权人身上的一些不确定性。不幸的是，当需要扑灭未来的金融大火时，我们的继任者将不得不回到国会要求恢复权限。

中央银行贷款和政府担保都是必不可少的。但危机管理者还应该坚持迫使资本迅速注入金融系统，以确保它可以最终自立，以及在没有政府支持的情况下提供信贷给更广泛的实体经济。金融界总是偏爱赤裸裸的直接的担保——应用得越广泛且设计得越慷慨越好——部分原因是他们不希望股东权利被稀释。虽然担保是一个至关重要的短期缓和剂，但更多的资本才是长期的治疗药剂，让金融系统准备好支持经济复苏和承担未来的损失。直接的担保能够帮助维持现状，帮助弱小的公司在非独立的状态下颠簸前行，而这远非危机管理的目标。

真正的目标是稳定和重组金融系统，这样就可以再贷款给家庭和生产企业。资不抵债的企业应该被允许破产，但不要在这个过程中摧毁整个金融系统。可存活的公司应该在疯狂的时刻受到保护，但也需要增厚他们的资本缓冲来度过一场长期、严重的衰退。在危机中，如果决策者有一个完美的方法来区分银行只是流动性较差还是彻底没救了，且拥有无限的资源可以提供担保来停止挤兑并注入资本修复银行，那这种分类将很简单。但现实世界并不像这样运行，所以在危机中分类是异常困难的。如果一个国家的金融系统相对于其经济增长得以扩张得非常大——比如爱尔兰、冰岛、瑞士、英国和其他欧洲国家——它大大缩小了在极端情况下的选项，从而使得分类更加困难。

危机期间我们进行了大量的分类，但有些并不是故意的。我们允许很多公司倒闭，而且我们迫使许多劫数难逃的公司合并到那些健康的公司，不仅考虑到达尔文主义的势在必行，还因为我们没有权力为债务担保，为金融系统的薄弱环节注资。在可怕的雷曼兄弟倒闭之后，当国会通过问题资产救助计划和希拉·贝尔同意联邦存款保险公司为许多银行债务提供担保之时，我们得到了授权，这在几个月内平息了恐慌。但问题资产救助计划的资金和联邦存款保险公司的担保并不是无限的。随着更广泛的实体经济恶化，加大了金融机构面临的预期损失，市场再次对我们是否有能力保护银行债权人和修复金融系统失去了信心。

我们设计了压力测试为我们解决这些问题，让私营部门来帮助我们进行分类，同时承诺动用政府资源以避免混乱的系统重要性公司倒闭。披露可能会面临可怕衰退的亏损公司，迫使它们筹集足够的资本来应对这种情况，我们让市场决定哪些可以使用私人资本生存，政府需要帮助其他公司融资多少。压力测试的目的是最大化私人投资者重构金融系统的可能性，减轻最终纳税人的负担，并确保最差的公司将面临最严重的股权稀释。我们希望限制政府长期参与金融系统，并加快金融系统支持经济增长的必要重组。

这起效了。严格的压力测试结果是可靠的， 由于测试也是透明的，这些结果也是可信的。我们迫使金融系统筹集足够的资金，以便它可以度过危机，并使发生大萧条的可能性极低。大多数需要更多资本的银行在向私人投资者筹资时没有遇到麻烦；信心恢复得这么快，大部分接受问题资产救助计划投资的银行在2009年年底就还清了借款。

我们肯定是松了一口气，压力测试并没有显示整个金融系统存在大规模资本短缺，但证明银行比市场预期的要好不仅仅是因为运气。经济复苏法案、美联储的货币政策，以及其他增强金融系统担保的几个项目结合起来的刺激合力，加上我们承诺对金融系统进行资本重组，说服整个世界相信我们不会从悬崖上摔下去。压力测试有效的部分就是因为这些努力开始起作用了。

危机中我们倾尽全力。在历史性的危机中，谨慎是一个非常高风险的战略。尽管我担任财政部长的第一次讲话是场灾难，市场对我们承诺稳定金融系统的严肃性和有效性表示怀疑，但我们一直按照我们的承诺在做，市场开始相信我们了。尽管公众对政府失去了信心，但我们恢复了市场对金融系统和经济的信心。

在我担任财政部长的几年间，当我的朋友问我关于华盛顿的状况，我通常的回应是：“它比你想象的更糟糕。”

我可以很生动地描述在记者招待会上对付“鬣狗”般记者提问的挑战——他们尖锐地复述对我们新近暴行的世俗认知，他们不愿意挑战简单的非黑即白的叙述，即使最终他们错了，他们也不愿意纠正错误。我会讲国会里那些爱慕虚荣的人和浑蛋们的故事，以及他们在毫无作用的听证会上的卖弄，向捐助者、说客和意识形态的游说团体卑躬屈膝，把党派之争和受欢迎置于这个国家的命运之上。当整体经济的命运岌岌可危

时，看到这帮共和党人不愿意支持布什总统的问题资产救助计划或者奥巴马总统的任何提案，听到他们指责我们应该对美国的巨额赤字负责，看到他们将美国拖入违约边缘而从容不迫，我深感失望。我对民粹主义左翼通常感到很沮丧，他们似乎从未意识到总统所要面临的非常现实的约束，或者他正在编制的进步性政治遗产。

我对华盛顿的诽谤和故作姿态的政治伎俩感到很绝望。它为好的政策设置了各种不必要的障碍。不可否认，我不喜欢任命我的那次听证会，以及对我第一次演讲和演讲中承诺的计划的嘲弄，并且早期自由派和保守派都要求我辞职。对我来说，这并不是什么开心的事,尤其是让我爱的人非常难受。但过了一段时间后再来回顾我们历史上的这一时期，我得修正一下：这比你想象的更好。

对美国来说，金融危机是一次真正的压力测试，是一场全面的金融恐慌，其吞噬了15万亿美元的家庭财富，并引发了几代人以来最严重的经济衰退。它所要求的回应是民主政府所没有的——迅速、一致、协调的行动， 这把国家的迫切需要放在首位而不是公众的直接需求。危机暴露出我们金融系统的腐败。有时，我们的反应既不迅速，也不一致，更不协调。如果我们实施我们的最终战略更早一点，更有力一点，获得政府各部门的支持——并且如果我们能继续让财政支持更长的时间，那么危机中一些残酷的成本危机是可以避免的。

但是看似功能失调的华盛顿运作得却比人们想象中好。当政治情况糟得无以复加时，一位共和党总统和一位民主党总统都支持好的政策。主要财政政策制定者——包括无畏的共和党人汉克·保尔森和本·伯南克，以及令人印象深刻的民主党人拉瑞·萨默斯和奥巴马总统的其他顾问——在克服危机时不懈地关注效果，尽管并不总是意见统一，但他们一直试图找出正确的答案。数百名公务员通过疯狂地工作来支持我们，但他们并没有因为帮助他们的国家和世界而得到认可和奖励。

撇开那些来自国会的持续的荒谬行为，虽然国会最终并没有阻止我们做挽救金融系统和经济所需要做的事。事实上，在极端危险的时刻，足够多的立法者——主要是民主党人，偶尔也有少数勇敢的共和党人加入——愿意做正确的事情，以防止可悲的局面恶化成第二次大萧条。修复金融规则来防止将来类似的灾难也是不容易的，但重复一下，一个主要由民主党组成的同盟对此应付自如，其在很大程度上能对抗经济利益既得者的力量，并制定全面的改革措施。这虽然不是万灵药，但却是对

现状的巨大改善。

在履行公职方面，我有很多遗憾的地方，包括我给我的家人带来的所有痛苦、我的不足以及在公众面前的臭名昭著。我希望当我在纽约联储时就已经开始更努力推动改善金融系统抵御信心危机的能力。我希望我已经找到了一种更积极地应对最初的恐慌的方法，并维持我们最初实施财政刺激计划的力量。　我希望我们早点扩大我们的房地产项目,为业主减轻更多的痛苦。我希望我能说服国会为美联储和财政部在金融改革法案上创造更多的权威，并确保政策制定者在未来不受欢迎的金融救援中有他们需要的工具可用。我希望我在解释我们的策略方面做得更好，以便更多的美国人能理解我们是在为他们工作，而不会对政府失去了如此多的信任。我记得在2009年春天有一次我提出辞职，当时“四面楚歌”似乎成了我官方头衔的一部分，拉姆说不会允许我迅速金蝉脱壳——但要是我真的逃跑，我估计我在财政部里的画像会是用蜡笔画的。

我不认为公众真正了解我。芭芭拉·史翠珊说，当我们在国宴上见面的时候，我应该还不错，因为我是来自布鲁克林的犹太人，这看起来和她挺像的，实际上除了我不是犹太人，我也从未在布鲁克林居住过。更广泛的误解是我代表华尔街的利益向政府借款，这不光伤害了我，更伤害了总统，有时甚至是国家；甚至安吉拉·默克尔都认为我在为市场利益说话；我总是试图成为一个快乐的战士，有时候开玩笑认为我荣誉的历史就是代表了银行界，但这些谎言破坏了人们对我的动机和意图的信仰，在我们所做的每件事上都蒙上了一层阴影。现在我终于解脱了，并选择在投资界学习新的技艺，我知道我可能会强化公众的这些看法。我热爱我在政府的工作，我为我在公共生活中的所作所为感到骄傲，但我不可能永远这样做。

我希望这本书能够帮助人们更清楚地了解我们做了什么，我们为什么要这么做,因为这是非常重要的——不只是为了我和我的同事，更是为了这个国家。公众对于救助、刺激计划和政府干预解决金融危机挥之不去的反感，对于未来接替我职位的政策制定者将是一个严重的问题。因为这一次真的是不同的。虽然这次也很糟，但比可能出现的结果要好点，更是远好于历史上的所有模式。

我也希望这场危机能促使美国人民重新考虑强劲的公共机构和公务员能力的价值。当我们成功地限制危机带来的损害时，这只是结合了提供给政府和中央银行的力量。而且，如果不依赖于强有力的政府规则和

监督，以及有能力吸引人才来监督金融系统，就不会有可行的策略来减少未来危机的损害。我们成功的金融救援并没有解决美国作为一个国家所面临的许多问题，从高比例的贫困水平到全球气候变暖，再到可怕的教育和医疗质量上的不平等。这些挑战需要更好的政府——不需要更多的管理机构，但是需要更为聪明的政策。这些政策根据优点而设计，较少存在政治和金钱方面的扭曲。如果我们能带来相似水平的创造力、抱负以及那些挑战所需的力量，还有帮助我们逃离金融深渊的典型的美国实用主义，这对整个国家将会很有益处。

不管是我们的失败还是成功，都给世界以经验教训。我的希望是在下一次危机之火降临时，不用再走我们的老路。

团队

在这次金融危机中，很多都是史无前例的——恐慌的力量、经济损失的程度、金融项目计划的规模和创新程度、国际合作的程度，以及政治分歧遏制的刺痛。参与危机应对的人们和他们的合作精神也是异常杰出的。在此我想要列举承认他们的工作，让大家了解他们的贡献，因为在书里我无法公正全面地展现。

我非常感激奥巴马总统让我为他工作，推动积极的战略，并为此坚持不懈。尽管我努力逃避，但我很高兴他强迫我待满他的第一个任期，能够为他服务4年时间，这是一个莫大的荣幸。没有他的领导和支持，我们现在取得的一切成就都是不可能的。

战略的4个主要制定者——汉克·保尔森：本·伯南克、唐·科恩和我——齐心协力地工作并有一定程度的相互尊重和彼此信任，这在华盛顿是非常罕见的，我从没见过在其他国家面临危机时会这样。我们有过争论，我们犯过错误，但我们坚持寻找适用的方法，试着荣幸地履行富兰克林·罗斯福的名言：这个国家需要一段大胆的、持久的实验过程。

我们在背景方面非常互补，是由了解市场经验、货币政策和金融危机以及萧条时期经济学知识组成的一个幸运组合。我们愿意承担风险、调整进程和改变我们的思想。我们没有在他人痛苦的基础上炫耀自己的成功，同样我们也不让我们的工作人员在媒体面前这么做。

拉瑞·萨默斯伴随着他独特的高频度的激情与折磨，不断推动我们的工作以更接近可能的前沿。我重视并依靠他的顾问建议，即便这一刻是最不舒服的。

汉克·保尔森为财政部招募来了一群非常强大的金融人才。丹·杰斯特和斯蒂夫·夏弗兰帮助设计了一些历史上最庞大、最复杂的金融干预措施和程序，包括政府支持企业的接管、货币市场担保计划，以及2008年问题资产救助计划的注资行为。他们从保尔森财政部的老班底那里也获得了帮助，比如鲍勃·霍伊特、尼尔·凯希卡瑞、戴维·内森， 以及肯·威尔逊

等。

本·伯南克和唐·科恩在危机最关键的时刻将大量的美联储资源用于解决危机。珍妮特·耶伦那时还是旧金山联储主席，之后成为美联储副主席，是一个深思熟虑并且行为一致的人，她主张在这些危险的时刻采用更激进的政策，这时中央银行采取行动是最重要的；美联储在她的管理之下将有更好的发展。凯文·沃尔什对伯南克来说是一项重要资源，出现在几乎每一场应对危机的电话会议中，提供了许多有价值的关于金融市场和政治方面的建议。美联储和联邦公开市场委员会的其他成员给予了主席全力的支持，即使其中许多人深感不安。

美联储委员会里的巨头们——斯科特·阿尔瓦雷斯、布莱恩·麦迪根、戴维·斯托克顿和戴维·威尔考克斯——帮助本和唐扩展了央行业务的范围，不仅在紧急流动性和信贷的项目设计上，也在短期利率为零后设法寻求方法以帮助货币政策继续发挥促进经济的作用。米歇尔·史密斯在提高美联储的透明度方面做出了杰出的贡献，并且在我们面临许多艰难的政策问题抉择时，她是一个有价值的指导者。

美联储委员会的工作人员蒂姆·克拉克、麦克·弗里、安德里亚斯·莱纳特、内莉·梁和科里安·史蒂芬森——与来自纽约联储的贝芙·赫特尔、凯文·斯特奥和其他人紧密合作——领导了压力测试的设计并且指导来自各监管机构的分析人士和监管者。我们取得的成就应该有很大一部分归功于他们。

我特别钦佩帕特·帕金森的工作，在纽约联储的同事们开展的许多流动性和信贷项目设计上，他是一个很好的合作伙伴。帕特以及另一个美联储知识渊博的职员马克·范德维德在2009年年初到财政部工作，是帮助设计金融改革的核心。

在纽约联储，我有幸与一群很有才华的中央银行家合作。汤姆·巴克斯特、泰瑞·柴奇、比尔·达德利、桑迪·克雷格、克里斯·麦柯迪、比尔·鲁特里奇、乔·特雷西、西蒙·波特和杰米·麦克安德鲁斯以及克里斯·卡明承担着大部分教育和向我提建议的工作，起先是当我们试图借着金融繁荣的东风时，然后是当我们试图扑灭大火之时。

梅格·麦克康奈尔作为我的顾问，在我们的所作所为上都发挥了至关重要的作用——尖锐并且风趣，勤劳得令人惊讶，总是能在乌云背后看

到一线希望，总是寻找每一个问题的更深刻理解，总是推动更为明智的回应。

麦克·席尔瓦是我能干的幕僚长，经常督促我行动，总是在缺乏平衡与稳定的时候给我雪中送炭。迈克尔·赫尔德是行政秘书，在危机最严重时期很慷慨地分担了席尔瓦的许多职责，在我从纽约联储调到财政部期间给我提供了重要的支持。

纽约联储有一种独特的将才能与专业知识有机结合的办法，可以将各路英才——经济学家，分析师，银行监管者，交易员，支付、清算、结算基础设施方面的专家，以及许多其他人——合并成一个不屈不挠的创新的危机战斗团队。他们一起工作，诊断并解决美联储从未遇到的问题。他们的见解和行动是开发和执行美联储信贷和流动性武器的关键——定期拍卖便利（TAF）、定期证券借贷便利（TSLF）、一级交易商信贷便利（PDCF）、商业票据融资便利（CPFF）、资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利（AMLF）、定期资产抵押证券贷款便利（TALF）等这些很容易混淆的缩写；在贝尔斯登和美国国际集团干预行动中运用的特殊便利工具；以及重组金融系统资本的整体战略。他们默默无闻，从不沽名钓誉，寻求赞扬，会连着数月夜以继日地忘我工作，在周围已经是烽烟四起的情况下依旧保持注意力集中和冷静。他们是勇敢无畏却又谨小慎微的，承担着极大的风险，在动荡不安的世界中勤勉地进行风险管理。

正如他们合作的紧密程度以及一贯低调的态度，当我后来让他们提醒我是否遗漏了某个人在某些方面所做的贡献对，答案通常是：“这是我们一起努力的结果。”这些团队成员包括：阿特·安古洛、亚当·阿什克拉夫特、莎拉·达尔格伦、让玛丽·戴维斯、理查德·德兹纳、肯·加贝德、乔伊斯·汉森、斯宾塞·希尔顿、贝芙·赫特尔、迈克尔·霍斯克、洛里·洛根、西奥·吕贝克、杰米·麦克安德鲁斯、梅格·麦克康奈尔、苏珊·麦克拉法林、海伦·穆塞罗、西蒙·波特、马克·赛登伯格、迈克·舍策尔、 提尔·肖尔曼、凯文·斯特奥，还有其他一大批同人。

坦舍尔·波特尔和玛琳·威廉姆斯负责管理总统办公室，在危机肆虐最严重的时刻，要管理无数的电话和会议，工作时间也非常长。坦舍尔使得我可以在新政府的头几个月就能搬到华盛顿开始在财政部工作，这是一份最慷慨的礼物。

在尼克·普罗托的指导下，纽约联储的安保人员对我照顾得很好。我特别感谢指挥官埃里克·布里斯本、查尔斯·亨德森、约瑟夫·米歇尔、加里·纽贝里、乔·斯克拉法尼以及豪尔赫·瓦斯奎兹。

我很感谢纽约联储董事会的董事们。他们给了我很多建议和支持。随着危机的加深，这些支持和建议比我预想的要更多。当我入职时，皮特·彼得森和约翰·塞克斯通担任主席和副主席。2004年，约翰·塞克斯通成为主席，然后是杰里·斯派尔，之后是斯蒂夫·弗里德曼。杰里·斯派尔之前担任副主席时就很精明能干，他的继任者是丹尼斯·休斯。

以希拉·贝尔为首的联邦存款保险公司负责监督微妙并且复杂的接管过程，在这个世界各国都羡慕的银行体系中解决数以百计的破产银行问题。然后在她的继任者马蒂·格林贝格的领导下，联邦存款保险公司设计出了一个创新的框架，来处理未来大型复杂金融机构的破产倒闭。

在危机过程中的混乱分类中，以及我们设计对银行体系进行资本重组的策略时，约翰·杜根的货币监理署发挥着十分有价值的作用。

在财政部，我有幸与一群令人难以置信的有天分、勤奋、有职业操守的职业公务员和政党委任的官员一起工作。政党委任的高级官员们在财政部里为总统工作，他们以优雅而从容的姿态负担着沉重的政治挑战，他们从不抱怨，工作时充满了幽默感，对能为国家服务深感荣幸。他们给了我各种各样的思路和想法，并巧妙专业地付诸实践。他们勇于挑战，对我从来不卑躬屈膝。

我在这里点出名字的人都属于设计金融援助和改革的核心团队，但我们还有一群能力超群的同事在管理着复杂的税收政策、我们的金融制裁制度、政府的支付系统、财政部借贷策略，以及大量的其他重要工作。他们人数实在太多了，无法一一提及，但我很感激并且很荣幸能够与他们共事。

理查·葛瑞格在财政部工作了35年，是资历最深的财政部官员。他同意退休后返聘担任财政部长助理，他有一次来我的办公室对我说，这是他所见过的最令人印象深刻的财政部团队。令他印象深刻的不仅仅是团队的能力，更是团队成员如何高效地一起工作。

奥巴马总统就任以来，财政部大楼三楼的那些原本安静得有点诡异的空走廊里，共有22名总统任命的官员从第一天就开始工作，而我那时

还在等待任命审批，他们是：马蒂·亚当姆斯、莎拉·爱普瑟尔、莎拉·艾薇儿、斯蒂芬妮·库特尔、艾尔·菲兹佩恩、佩奇·格布哈特、埃米亚斯·格雷蒂、玛丽·古德曼、米歇尔·格林尼、朱莉·赫尔、马特·卡巴克、珍妮·勒康普特、雅各布·乐本路福特、帕特·马隆尼、安德鲁·马约克、布瑞恩·奥西亚斯、马克·帕特森、李·赛克斯、伊恩·所罗门、吉恩·斯珀林、戴维·范迪维尔和金·华莱士。

其中有6人待到总统的第一届任期届满——艾尔·菲兹佩恩、埃米亚斯·格雷蒂、朱莉·赫尔、珍妮·勒康普特、帕特·马隆尼和马克·帕特森——其他人则一直待到第二届任期。

斯蒂夫·夏弗兰、尼尔·凯希卡瑞，以及塞斯·惠勒都曾在保尔森的财政部工作。他们同意在2008年秋天留下来继续之前的工作，这极大地帮助了我和美国。

李·赛克斯把他的工作和家庭留在了纽约，在2008年11月搬到华盛顿，监督从布什到奥巴马的财政部过渡阶段。他把我介绍给马特·卡巴克，他们一起形成的核心团队制定了下一阶段的金融战略。

李负责与美联储以及其他监管机构的协调过程。他还负责与其他经济团队的交涉，使得他们既觉得参与其中又不会干预得太深。他负责监督设计整套我们在2009年部署的新项目，使得金融系统重新正常运转。李谨慎、谦逊，总是担心会出错，他是这些项目成功的决定性因素。

玛丽·古德曼在过渡时期为拉瑞·萨默斯工作，之后去了白宫，她有源源不断的思路和意见。

卢·亚历山大，之前负责美联储的国际部，后来成为财政部金融团队的经济良心。

杰弗里·戈尔茨坦和玛丽·米勒相继担任负责美国国内金融的副部长，其后盾是担任美国国内金融办公室主任的迈克尔·巴尔、马修·卢瑟福、赛勒斯·阿米尔–默克里和理查·葛瑞格。在我们处理很多很艰难的挑战，包括令人抓狂的多个债务上限的困境时，我没法找出一个比这更好的团队了。

在美国国内金融事务管理方面，赫尔布·奥利森负责管理问题资产救助计划运作的前两年，继任者是蒂姆·马萨德；他们及其团队一起成功地

完成4年盈利。他们巧妙地管理我们的投资，收回了所投放的每一美元，甚至为纳税人创造了数十亿美元的回报。

萨姆·汉森、戴维·沙尔夫斯泰因、杰瑞米·斯坦，以及阿迪·桑德拉姆离开哈佛大学为拉瑞和我提供顾问建议，他们是非常有价值的思想来源。

乔治·梅森和克里斯·米德领导了一个非常强大的律师团，其中包括彼得·比戈尔、伯尼·奈特、劳瑞·谢菲尔和克里斯·魏德曼。

房地产团队在这4年中吸收了迈克尔·巴尔、蒂姆·鲍勒、菲莉丝·考德威尔、达利斯·金斯利、迈克尔·斯蒂格曼和塞斯·惠勒，他们设计并实施了一系列创造性的项目，帮助了数以百万计陷入困境的房主，尽管他们常常面临着非常令人沮丧的约局。

汽车产业团队由斯蒂夫·拉特纳和罗恩·布鲁姆领导，并且在国家经济委员会的布莱恩·迪斯的大力支持下，构思并执行了一次非常成功的对通用汽车和克莱斯勒的重组，拯救了成百上千的工作岗位并恢复了两家公司的盈利能力。

尼尔·沃林在危急时刻空降为副部长，他在我们面临最重要的挑战时是我最亲密的顾问，同时帮助管理财政部这个庞大帝国。他精明地代表着财政部出席世界各国以及街对面的白宫情况室的会议，在那里与国家安全委员会经常会晤。

尼尔领导着国会里的金融改革谈判，还有迈克尔·巴尔和黛安娜·法雷尔，极有能力的埃米亚斯·格雷蒂以及劳瑞·谢菲尔领衔的杰出律师团为其提供帮助。尼尔还负责监督复杂而折磨人的多德–弗兰克法案的实现过程，包括成立新的金融稳定监督委员会和金融研究办公室。

财政部首席重组官吉姆·米尔斯坦承担了看似不可能完成的收回纳税人对美国国际集团投资的重任。在他的帮助下，纽约联储由莎拉·达尔格伦领导的团队，最终从这些投资中为纳税人赢得了230亿美元的利润。

两位著名经济学家，来自普林斯顿的艾伦·克鲁格和来自西北大学的简·艾德利，作为经济政策的助理秘书非常能干。约翰·贝洛斯曾在2008年奥巴马总统大选中贡献了他的经济学才能，他为财政战争提供了许多重要的建议。

莱尔·布瑞拉德具有独特的强硬与技巧混合的个性，领导了财政部的国际团队，特别是我们对欧洲金融危机和中国的政策。查尔斯·科林斯和玛丽莎·拉戈是她的主要副手。泰德·杜鲁门和马克·索贝尔提出了20国集团在金融危机中的战略，并为国际协调监管改革奠定了基础。克里斯托弗·斯玛特和布拉德·赛斯特担负着应对欧洲危机的重任。

毫不留情、经常让人吃惊的吉恩·斯珀林对我是非常有价值的，他首先作为财政部顾问待了两年，然后总统要求他接替萨默斯担任国家经济委员会的主任。

在精力旺盛和聪明的斯蒂芬妮·库特尔升职到白宫之后，珍妮·恩格布赖特森·勒康普特主持了财政部的对外交流工作，她的冷静与技巧完美结合，擅长在巨大的压力下工作，向持怀疑态度的公众解释并捍卫了我们的战略。

杰克·施维德在28岁时就担任克林顿总统的新闻秘书，他作为顾问工作了26个月，贡献了他的才能，提供了非凡的洞察力和创造力，以及他的诙谐幽默，这一切都很重要。

迈克尔·蒙达卡担任税收政策的助理部长，之后是埃米莉·麦克马洪和马克·马祖尔。在财政危机和辩论中，他们很干练地处理了一系列庞大而复杂的税收问题，并为税制改革提供了建议。

金·华莱士及其继任者艾尔·菲兹佩恩都担任负责法律事务的助理部长。他们指导我在充满危险、艰辛以及陷阱遍布的国会里行动，抵御来自四面的永不停歇的炮火，但仍能恪守职责，按照财政部的方式运作。他们总是宽宏大量，从不表现出不堪重负。

在最艰苦的总统的第一个任期时，莎拉·艾薇儿是我珍贵无价的顾问。作为自封的财政部的进步良心，她工作时间最长，而且每一次旅行都不会错过，带着异常高的标准来运行财政部。在成为副幕僚长后，沃利·艾德耶莫以他冷静有效率的特点承担了后来的工作。

雪莉·盖瑟斯和谢丽尔·马泰拉负责我的办公室日常运作，她们总是很及时、考虑得很周到，非常有能力，两人加起来在财政部工作了70年。在没日没夜的工作中，她们以独特的微笑和令人宽慰的能力很好地照顾了我，并随时替我留神。

朱莉·赫尔是克林顿时期财政部的老同事，回来负责繁忙的日程安排，推动办公室运作。她的判断力、镇定、对物流的掌握和对各种规范的了解确保每一次外国旅行、每一场我们在财政部举行的会议都得以顺利进行。她也得到了丹尼尔·巴尔克、昔弥·沙尔、伊丽莎白·阿什维尔以及一个非常了不起的团队的帮助，他们的工作可能看不见而且乏味，但非常值得赞赏。

马克·帕特森担任我的幕僚长——强化了“不要浑蛋，不要爱炫耀者，不要爱发牢骚者”的制度建设，他在每一个问题上都是至关重要的顾问，他是债务上限和财政战争上的策略主导者，耐心的顾问和我的保护人。

我特别感激特勤处的男女特工们，在我于财政部的任期内保护了我的员工们。我还感激那些特别为我服务的特工：肖恩·麦卡锡、柯蒂斯·尼尔森和丹·康纳利带领的团队一天24小时保护我，在这4年里不管在何处，不管何时。吉姆·戈尔曼、格雷戈·利格里、克里斯·埃默里、杰伊·纳斯沃斯、托德·拉塞斯和克里斯·盖斯凯尔都是这个精干的团队里的一员。乔治·摩根泰勒这位前狙击手在我在财政部期间负责我家庭的安全。我们一起相处得很愉快。对于他们为我和我家人所做的一切，我深表感谢。

最后感谢一些朋友在我离开家的第一年给我提供了住所和食物。丹·泽利科和马塞洛·桑吉内蒂让我在他们漂亮的家里待了9个月。莫纳和乔·古汀达同样把公寓借给我几周。布莱尔·唐宁是我1988年开始财政部第一份工作时认识的第一个人，经常给我带美食来。

公共服务领域充满着产生积极影响与变化的机会，但也同时带来挑战。我公务员一干25年，是因为我相信这一事业，以及热爱经济政策的实施技巧。但这离不开我身边这些将部分或者全部职业生涯都投入到为国家服务的人们。于我而言，在政府里同事们的无悔承诺和公益精神使之真正有益而有价值。我将永远感激他们的无私奉献和珍贵友谊。

致谢

当我是财政部长时，查理·罗斯曾问我是否计划写一本书。我也一直在考虑，但是不太情愿去写。我当时告诉他说，我不是那种喜欢独自坐在房间里写书的人。我也不喜欢以第一人称的视角去写众多人士都参与其中的一系列决策。我很担心记忆的脆弱，以及依赖后见之明和以更有利的视角去重构事件的诱惑。我不认为我有足够的耐心能长时间地坐着不动来做这些事，并且我也不是一位天生的写手。

但是我思来想去，还是决定尝试写些有用的东西。在写作过程中，能够得到如此多人的帮助，我感到非常幸运。

理查德·哈斯将国会对外关系处的一间办公室借给我们用，这真是一件非常棒的礼物，并且他也给予了我和两位同事慷慨的支持。这是我第二次能够受益于国会的恩赐；第一次是在2001年年初，那时我在总统克林顿政府下台后离开了财政部。

昔米·沙尔——总是很文静开朗——同意离开财政部并追随我，继续运用她卓越的组合管理和组织技巧安排我复杂的生活。

罗伯特·巴内特帮了我大忙，引导我将此书介绍给出版界，并在其他一系列挑战上运用他著名而罕有的一系列现实智慧，为我提供咨询。

我非常感谢皇冠出版社的莫里·斯特恩和凡妮莎·莫布里，他们同意承接这本书的出版，同时感谢瓦内莎的支持和指导，还有她作为编辑提供的许多有价值的文稿。

迈克尔·格伦沃尔德同意辞去《时代周刊》的工作，以合作者的身份与我一起工作，并且他以非凡的勇气，让沉闷烦琐的金融危机情节变得引人入胜和平易近人。我们以前并不相识，自金融危机开始到结束，他也从未报道过相关内容，但我已读过他的文章并且钦佩他的工作能力。他非常聪敏，并且准备充分，为我们带来了一个新鲜有趣的视角，这非常难能可贵。他也毫不留情地鞭策我，更好地解释我们所做出的选择，以及我们所争辩问题的本质，并为我们的成败故事增添了一些活力和色彩。

查理·安德森曾在财政部与我密切合作，他对这次金融危机的经济和政治因素做了广泛的分析和研究，以确保我们的写作具有事实基础，并揭开人们神秘和错觉的面纱。他主导了这部文笔优雅、措辞精湛的著作精确而又复杂的生产过程。

查理说服其他两位才华出众的前财政部同事麦克·施密德特和伊恩·萨缪尔斯与我们一起工作。他们提供了非常卓越的研究支持，施密德特发表了对金融改革特别独到的见解，萨缪尔斯则带着他深奥的金融市场知识揭开了这场危机故事的玄机。

萨姆·汉森和阿迪·桑德拉姆，这两位都是哈佛商学院的教授，并在政府部门为我和拉瑞·萨默斯工作了一年。在我们写书时，他们进行审核，评估我们所做解释的经济含义，帮助指出我预防和应对危机时经验与思维框架的不足之处。

我在美联储和财政部的一大帮前同事花费了不少时间与我、查理和麦克回顾了我们做出重大决策的历史，检查了我们遗漏的环节，并反思了我们没有采取的路径措施。他们在做这些时非常慷慨并富有耐心，并带着极大的关怀和思考。他们展示了——正如在危机时他们经常做的那样——他们更乐意反驳我、不赞同我的观点，并挑战我的过往，这对任何必须做出复杂决策的人来说，都是极其宝贵的优待。我们长时间的宴会和会议使我重新意识到，能在美联储和财政部与这么一帮优秀的人在一起工作，是多么幸运。

我们努力重温历史的小组成员参与者包括：来自纽约联储的汤姆·巴克斯特、泰瑞·柴奇、比尔·达德利、梅格·麦克康奈尔、 海伦·穆西欧罗、马克·赛登伯格、麦克·谢泽尔、麦克·席尔瓦、 以及凯文·斯特奥；来自联邦储备委员会的蒂姆·克拉克、唐·科恩、 桑迪·克雷格、 帕特·帕金森、以及马克·范德维德；还有来自财政部的迈克尔·巴尔，马特·卡巴克、珍妮·勒康普特、马克·帕特森、李·赛克斯、劳瑞·谢菲尔、杰克·施维德、马克·索贝尔 和泰德·杜鲁门。

除了我的责任编辑凡妮莎·莫布里，还有许多我的前同事也参与了对各章节的审核，并提出了宝贵意见。汤姆·巴克斯特、马特·卡巴克、珍妮·勒康普特、梅格·麦克康奈尔、 克里斯·米德、马克·帕特森、劳瑞·理查德森、李·赛克斯、杰克·施维德、 乔希·斯特纳和尼尔·沃林都参与审阅了整本书。布拉德·赛斯特和泰德·杜鲁门审阅了国际事件的片段。迈克尔·巴

尔、 劳瑞·谢菲尔和马克·范德维德评阅了关于金融改革的章节。我由衷地感谢他们所花费的宝贵时间以及他们提出的高质量意见。

我的妻子卡罗尔·盖特纳一直与我并肩作战，她细读至每个字词，并耐心地对每个章节提出意见。我常常既羡慕又嫉妒她写作的才华，本书能够面世即受益于此，我感到十分幸运。她帮助我回忆起许多我已经忘记，或者一时难以想起的事情，并且她促使我即使是面对最糟糕的事情，以及恐惧、愤怒和质疑时，也要更加开放和坦诚。

她不想让我成为财政部长，因为她为此牺牲了太多，她对我肩上的责任和义务感同身受，她失去了太多家庭生活的私密时光。她给予我爱心和支持，乐意让我从事我深深入迷并颇具重要性和成就感的工作，用她成熟的魅力，以及无尽的关怀和智慧来帮助我，尽管这些都很有限，但远好过我踽踽独行。我对此深怀感激。

我的孩子爱丽丝和本充满活力并颇具创造精神，他们怀有极大的耐心，以优雅的风度和幽默感，化解处于公众生活中的父亲给他们带来的负担，并在我长时间未尽父责后，欢迎我重新回到他们的生活。我感激他们。

我的妹妹萨拉·亚当，还有我的兄弟乔纳森和戴维，尽管在我们还是孩子时曾经纵情地嘲笑过我，但真正到了关键时刻，他们会坚定地维护我，并对我忠贞不渝。

我非常感激我的母亲黛博拉和父亲彼得，孩提时随他们在异国生活的时光留给了我广阔视野的体验。他们慷慨与谦卑的光辉榜样，还有给予我爱和信心的无价礼物令我感激不尽。

作者注

我是依靠对各种事件的记忆写这本书的，辅之以同事的回忆与纽约联邦储备银行及财政部的文件记录。虽然没有包括相关决策无数会议和电话的全面同期记录，但这些文档记录还是涉猎广泛而且价值不菲。

我没有参加会议的笔记，我的电子邮件内容贫乏，主要是因为当时事务繁杂而瞬息万变。我努力尽我最精确的回忆描述我当时所思。作为对有限记忆的一个补充，我把自己与那些一起参与决策的男男女女的回忆也相互印证过。

我试图在不看任何涉及这场危机现有历史的基础上，写了这本书的绝大部分内容，以保持记忆的纯洁性。但随着写作的深入，我查阅了另外一些参与者的记录，最为重要的是汉克·保尔森的名著《峭壁边缘》，以及一些记者根据报道集结而成的书，著名的是戴维·韦塞尔的《我们信仰美联储》和安德鲁·罗斯·索尔金的《大而不倒》。

我只在有信心掌握精髓时才会直接引述会议或谈话，所引用的部分内容曾经出现在关于危机的其他论述中；我采用时会注明作者和出处，或者我自己就是所引用谈话的目击者。

我们的决策自然就是各种内部和外部争议的主题。我试图如实呈现这些争论以及与我的选择意见相左的代表性理念。

此手稿虽经过我在财政部和美联储的老同事广泛而仔细的审查，但文责自负。

注 释

引 言 定时炸弹

14 have averaged more than 10 percent of GDP: Studies of the direct fiscal costs of the financial crisis have found that financial crisis responses are typically very expensive for taxpayers. For instance, in 2008, Luc Laeven and Fabian Valencia, both IMF researchers, published a study of forty-two financial crises between 1970 and 2007 that estimated that the direct fiscal costs, net of recoveries, averaged about 13.3 percent of GDP. In early 2009, the IMF estimated that the cost of U.S. financial crisis response would be 12.7 percent of GDP. These estimates do not take into account broader losses imposed on the economy, for instance, through lower GDP and higher unemployment.

第二章 危机的教训

48 had a fixed exchange rate: Technically, Mexico had a “crawling” exchange rate peg, meaning the government would allow the rate to move slowly over time. This was a distinction without much of a difference: The Mexican government intervened aggressively enough that the exchange rate moved far more slowly than if it had been determined by market forces, and that left it overvalued.

48 short-term bonds called tesobonos: Tesobonos were structured so that Mexico would pay back the borrowers in however many pesos it took to produce the dollar amount of the bond. So if a dollar was worth 3 pesos, a tesobono holder owed $100 would receive 300 pesos. But if Mexico broke the peg and a dollar became worth 6 pesos, the same bondholder would receive 600 pesos. So for Mexico, borrowing in tesobonos carried some of the same currency risks as borrowing in dollars directly.

48 But it had an immediate liquidity problem: The distinction

between illiquidity and insolvency is not black-and-white, and it's hard to apply to governments, who, after all, have the ability to tax. An insolvent firm is fundamentally unable to repay its debts in the long run, while an illiquid firm doesn't have enough cash on hand to pay its bills coming due in the near term. If an illiquid but solvent institution is lent sufficient funds to address its near-term problems, it will be able to sustain itself over time. Lending to an insolvent institution, by contrast, risks throwing good money after bad. We thought Mexico was experiencing a "sovereign liquidity crisis"; its overall debt load was manageable, but the burden of its short-term obligations was too great.

第三章 逆风而行

81"sufficient cushion against adversity": Remarks Before the New York Bankers Association's Annual Financial Services Forum, "Change and Challenges Facing the U.S. Financial System," March 25, 2004.

81 it could go to the Fed's discount window: The "discount window" is the facility through which the Fed provides collateralized loans to depository institutions that are judged to be in sound financial condition, at a discount to the value of the collateral. This discount provides additional protection to the Fed; if the borrower were to default, the Fed would own collateral with a higher value than the amount it lent to the borrower. The name survives from the days when depository institutions would actually send a representative to a Fed bank teller window in order to access the facility.

81"shadow banks": Shadow banking is a term often used to describe entities with bank-like risk that are not regulated as banks. There is no precise definition of shadow banking, and some use it very broadly to include financial instruments as well as a wide range of financial firms, from investment banks to insurance companies to money market funds. One qualification to this popular descriptor is that many of the largest firms and markets described as "shadow" activity were operating in broad daylight, as public companies or subject to the

public disclosure requirements of securities laws.

82 Chart, The Rise of "Shadow Banking": Methodology based on "Financial Stability Monitoring: Federal Reserve Bank of New York Staff Report no. 601"(2013), Tobias Adrian, Daniel Covitz, and Nellie Liang. "Shadow banks" derived from flow of funds data: commercial paper (L.208), federal funds and security repurchase agreements (L.207), GSE liabilities and agency- and GSE-backed mortgage pools (L.123 & L.124), asset-backed securities (L.125), and money market funds (L.120), net of GSE repo (L.207), GSE holdings of GSE debt and GSEbacked mortgage pools (L.123), ABS holdings of GSE-backed mortgage pools(L.125), money market fund holdings of repos (L.120), commercial paper (L.208), and GSE-backed securities (L.120). This does not include hedge funds and other investment funds, which some also include in definitions of "shadow banking."

85 exploiting their implicit federal backstop: Prior to the crisis, markets expected that the government would step in to prevent the failure of Fannie and Freddie if they ran into trouble, in part because they were "government sponsored."There was no explicit legal requirement for the government to bail them out, and government officials would loudly deny that any "implicit guarantee" existed. But Fannie and Freddie were able borrow at cheap interest rates, reflecting the expectation of government support.

92"risk-weighted assets": A bank's capital level is generally expressed as a ratio relative to its assets, adjusted for their riskiness. These "risk weightings"mean that the bank has to hold less capital against safe assets like Treasuries as compared to riskier assets like corporate loans. However, risk-weightings before the crisis were crude and did a poor job of fully differentiating between the riskiness of assets.

92 leverage dramatically increases "wipeout risk": Under the regulations that applied at the time, a bank had to have about $8 of "capital" for every $100 of risk-weighted assets, and about $3 of capital for every $100 of total assets, without adjusting for risk. But,

in addition to common equity, banks were allowed to count as capital a variety of hybrid debt-like instruments, such as trust-preferred securities (TruPS) and cumulative perpetual preferred securities, which were less able to absorb losses in a downturn. Investment banks and other nonbanks had no comparable constraints on leverage during the boom, and the markets enabled some of those institutions to take on significantly more leverage than banks were allowed to under the prevailing regulations.

94“even at the most sophisticated institutions”: Remarks at the Institute of International Bankers Luncheon in New York City, “Challenges in Risk Management,” October 18, 2005.

94“could be more acute”: Remarks at the Institute of International Finance, Inc.’s Annual Membership Meeting in Washington, D.C., September 25, 2005.

94“future stresses to the financial system”: Remarks Before the Economic Club of New York, “Perspectives on the U.S. Financial System,” May 27, 2004.

94“prepare for war or instability”: Remarks Before the Conference on Systemic Financial Crises at the Federal Reserve Bank of Chicago, “Changes in the Structure of the U.S. Financial System and Implications for Systemic Risk,” October 1, 2004. This is an adaptation of a common maxim among military analysts. 94“How do we generate . . . the immediate future looks strong?”: Remarks Before the Economic Club of Washington, D.C., February 9, 2005.

96 just 3 percent of assets . . . barely 1 percent of the assets: These capital ratios are measures of common equity relative to total assets. Because the investment banks and Fannie and Freddie were not regulated like banks, there were not good comparative measures of capital relative to risk-weighted assets for investment banks or GSEs in the pre-crisis period.

98 imposed few constraints on leverage: The SEC created the

Consolidated Supervised Entity (CSE) program in 2004 to supervise the investment banks on a consolidated basis, meaning that the SEC would be responsible for supervising all of their subsidiaries. The program was developed in response to requirements that financial firms operating in Europe have a consolidated supervisor—and the threat that if we didn't figure out a way to supervise our investment banks the Europeans would do it for us. But the investment banks participated in this program voluntarily; the SEC did not have the legal authority available to bank supervisors to impose bank-like limits on leverage and liquidity risks, and systemic risk was not their mandate or their expertise.

102 crises that do erupt more damaging and harder to contain: Remarks at the New York University Stern School of Business Third Credit Risk Conference, New York City, "Implications of Growth in Credit Derivatives for Financial Stability," May 16, 2006; Remarks at the Distinguished Lecture 2006, sponsored by the Hong Kong Monetary Authority and Hong Kong Association of Banks, Hong Kong, "Hedge Funds and Derivatives and Their Implications for the Financial System," September 15, 2006.

102 Trades remained unconfirmed for months: Post-trade confirmation is an important part of the process of completing a derivatives transaction. Leaving a trade unconfirmed can result in large amounts of legal uncertainty, accelerating fear if the validity of a trade is called into question during periods of increased market stress. The back office plumbing for derivatives was so primitive that often trade information would be exchanged by phone or fax, scribbled on paper, and stuffed in desk drawers or filing cabinets.

108 adjusting the "federal funds rate": To raise or lower interest rates, the Federal Open Market Committee (FOMC) traditionally establishes a "target" rate for short-term lending between banks. It then executes this monetary policy by buying and selling securities through "open market operations," so that the effective federal funds rate (the rate actually paid for banks to borrow from one another)

stays close to the target rate.

108 that the "Greenspan Put": A "put" is a derivatives transaction in which one party insures the other against a decline in the value of a particular asset. When central banks adopt accommodating monetary policies in response to market distress, critics often condemn them as giving investors an implied, broad-based put—in the form of protection from the risk of further declines in prices.

109 a situation Greenspan dubbed "the conundrum": Ordinarily, the Fed can influence the rates on mortgages and other long-term debt by adjusting short-term rates. But this relationship broke down during my time at the New York Fed; as Alan Greenspan noted in his crisis postmortem, the correlation between long-term and short-term rates dropped from 0.86 in the twenty years that preceded the precrisis bubble to 0.10 in the period from 2002 to 2005.

111"adverse tail, or the negative extreme": Remarks at the 2007 Credit Mar- kets Symposium hosted by the Federal Reserve Bank of Richmond, Charlotte, North Carolina, "Credit Markets Innovations and Their Implications," March 23, 2007.

第四章 火在烧

123"commercial paper": Commercial paper is short-term debt that matures within 270 days. Broadly speaking, it comes in two forms. "Unsecured" commercial paper represents a general obligation of the company that issues it; its riskiness depends on the creditworthiness of the issuer (that is, the borrower). "Asset-backed"commercial paper (often referred to as "ABCP") is secured by collateral, such as mortgage-backed securities; its riskiness depends on both the quality of the underlying assets and any financial support promised, or perceived to be promised, by the company arranging for the issuance of the ABCP. Countrywide funded its business with both unsecured commercial paper and ABCP.

124 BoNY's role in tri-party repo: Under a repurchase agreement (or

a “repo”), one party agrees to sell securities to another party, while agreeing to repurchase them at a pre-specified price and date, often as soon as the next day—in effect a short-term, secured loan. This allows the “borrower” of a repo to borrow cash from the “lender,” using the underlying securities as collateral. In the “tri-party”repo market, a “clearing bank” functions as a third party facilitating this transaction, matching lenders and borrowers and managing the flows of cash and securities. This market peaked at $2.7 trillion in 2008. But the two clearing banks(JPMorgan and BoNY Mellon) were themselves taking poorly understood risks, exposing themselves to possible loss if borrowers defaulted during the day. Despite the fact that the vast majority of underlying collateral was very high quality (such as Treasuries and agencies), the tri-party repo market became increasingly focused on the risk that a borrower would default. If an anxious clearing bank decided that it didn’t want this exposure to a particular firm, it could immediately threaten the viability of that firm —and the stability of the entire tri-party repo market.

124 Money market funds need to remain liquid: Money market funds are mutual funds that—because of a special regulatory exemption devised in the 1980s after intense industry lobbying—behave in many ways like banks, but without any of the safeguards of banking. They were some of the most active lenders in commercial paper and tri-party repo markets, financing companies like Countrywide. However, because of SEC restrictions on the types of securities they could hold, a default by a major counterparty would require them to quickly liquidate the mortgage securities that might collateralize those repos. This meant that if Countrywide defaulted and the money funds got stuck with the collateral, they would be forced to sell it—at the worst possible time, pushing down prices and further destabilizing markets, potentially in fire-sale conditions.

129“discount rate”: The discount rate is the rate at which the Fed lends to banks in its capacity as lender of last resort. A bank that is considering borrowing at the discount window’s “penalty rate” might worry that doing so signals to markets that it is unable to secure

funding on reasonable terms from private sources. While the Fed would not announce the banks that borrowed from the discount window in real time, the disappearance of a bank from interbank lending markets could spark rumors that it was relying on the Fed for funding, calling into question its health. By cutting the discount rate, we tried to signal that use of the discount window should be viewed more as an economic decision, rather than an act of desperation. 129 find some way to use the discount window: The Federal Open Market Committee, which includes presidents of the regional Fed banks, sets the federal funds rate that is regularly adjusted to conduct monetary policy. But the decision to change the discount rate is made by the Federal Reserve Board in Washington, a separate body. Generally, changes to the discount rate are made simultaneously with changes to the Fed funds rate, which means that the FOMC is involved in the decision as a matter of practice. But in the heat of the crisis, when we were making decisions that involved new uses of the discount window, there was often not much advance consultation with or warning to the other Reserve Bank presidents.

136“structured investment vehicles”: SIVs were off-balance-sheet entities—generally “sponsored” by big banks—that issued debt and used the proceeds to buy assets, such as CDOs or MBS, which in turn served as the collateral for the debt SIVs would issue. Typically, the SIVs would buy assets that were widely traded but did not mature for years, and finance themselves with short-term funding. Their assets were more liquid than those of banks in normal times, but in some ways they had risks similar to a bank’s—but without bank-like safeguards. Banks didn’t always have a legal obligation to pay off the debts of the SIVs with which they were affiliated, but for reputational or other reasons, they often ended up assuming these obligations even when they were not contractually bound to do so. SIVs were often structured to circumvent accounting rules, allowing banks to avoid reflecting them in their financial statements. The result was that investors, regulators, and even the banks themselves underappreciated the amount of risk that banks were exposed to as a result of their SIV-sponsoring activities.

138 count lower-quality capital: One goal of capital is to allow firms to absorb losses without having to file for bankruptcy, but low-quality capital lacked this feature. For example, firms still have to make interest and principal payments on subordinated debt to avoid default, even in periods of distress. At this time, the only way for such investors to take losses was for the bank to file for bankruptcy. Common equity can absorb losses pre-bankruptcy, meaning it is the first line of defense to keep a bank alive.

141 foreign exchange swap lines: Under these swap arrangements, the Fed and the European Central Bank (for example) would exchange dollars and euros at the prevailing market exchange rate, while promising to reverse the transaction at the same exchange rate on a specified future date, plus interest. The ECB could then use these dollars to provide liquidity to European banks in need of dollar funding.

160 haircuts for bondholders and other creditors: A bondholder "haircut"occurs when lenders receive less than they are owed from borrowers. For example, if company A owes $100 to company B and after going into bankruptcy repays only$80 of that loan, company B is said to have received a "haircut" of 20 percent.

第五章 世界末日

194"TED spread": The three-month Treasury-Eurodollar, or TED, spread measures the difference in borrowing costs on three-month Treasury bills and the cost that banks pay to borrow from each other for three months, as reflected in the London Interbank Offered Rate (LIBOR).

195 prime money market funds: There are three primary types of money market funds: Treasury and government funds that buy Treasury and agency securities; tax-exempt funds, which invest in short-term municipal securities; and prime funds, which typically pay higher rates of interest by investing in a broader range of riskier securities, including unsecured commercial paper and asset-backed

commercial paper. Institutional investors use money market funds for cash-management purposes and are often more likely to move their money at the first sign of stress than individuals or retail investors. The $300 billion outflow was primarily shifted out of riskier prime funds into the other, safer types of money market funds.

196 a four-fifths stake: This equity stake was delivered to a trust that existed independently of the government and operated for the benefit of the taxpayer.

第六章 我们来搞定

225 the government could buy $500 billion of its assets: Technically, the bank that sells $500 billion in mortgage assets to the government would get $500 billion in cash, another asset, so its leverage ratio would still be 40:1 immediately after the transaction. But either by netting out cash, a risk-free asset, or paying down $500 billion in liabilities, the bank's leverage ratio would be reduced to 20:1.

226 capital alone wouldn't stop a run already in progress: We had no way of determining then how much capital would be enough, but we knew we wouldn't have unlimited amounts of capital to deploy. That meant that guarantees were needed alongside capital to credibly backstop the system.

227"fear index": The Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index, or VIX, is a measure of market volatility popularly referred to as the "fear index." The measure is based on the implied volatility of options on the S&P 500 index of stocks. The VIX captures investor expectations of near-term stock market volatility—how uncertain investors are about whether and how far the S&P will rise or fall.

246 two complex new Maiden Lane vehicles: Among AIG's major liquidity needs were their securities lending operations and the credit default swaps written by AIG Financial Products on collateralized debt

obligations. Maiden Lane II and III addressed these issues, respectively, by purchasing the underlying collateral from AIG and its counterparties and canceling the CDS contracts that AIG owed against them. This eliminated the risk that these contracts would continue to result in additional margin calls that would further drain AIG's cash.

第八章 预则立，不预则废

265 hardworking homeowners who were underwater: A home is "underwater"or has "negative equity" when the mortgage debt on the home exceeds its value. Thus, a $100,000 home with a $120,000 mortgage would have negative equity of$20,000.

282 Bank shareholders had no idea whether they would face substantial dilution: When a firm increases its number of shares of common stock, existing shareholders are "diluted," meaning they own a smaller percentage of the future profits of the company. For example, if a firm with one million shares outstanding needs to raise $1 million at $1 per share, it would issue one million additional shares. Its existing shareholders would then own half the company instead of the entire company. Of course, the firm would also have $1 million of additional cash, but if the new shares were issued at a discounted value, the value of existing shareholders' holdings would have been correspondingly diminished. So, if a bank might be forced to raise capital or receive a big government capital injection at a low price in the future, investors might be scared away, causing a downward spiral in the stock price.

284 the problem of having the government set prices . . . seemed insurmountable: Similar challenges applied to ring fencing: The complexity of determining which distressed assets to guarantee and how the government would share losses with the banks made a ring fencing approach very difficult, too. The previous Citi and BofA ring fences demonstrated that complexity: The announcement of the Citi ring fence, though critical at the time, was followed by months of haggling over which assets would be backstopped, and the BofA ring fence was actually never finalized.

302 mortgage servicers: Most homeowners don't pay mortgage payments directly to their lenders. Instead, their payments go to "mortgage servicers," companies that process payments and perform other services tied to mortgages and mortgage securities. Our efforts to keep Americans in their homes would require the competence and cooperation of the mortgage-servicing industry, but these firms were not prepared for the complexity of the challenge.

第九章 渐入佳境，感觉更糟

367 by year's end, we had recouped about two-thirds of the federal outlays for bank rescues: Following the release of the stress test results in May 2009, a number of participating banks requested to repay their TARP funds. Treasury and the bank regulators allowed this under two conditions: first, that banks had already met the capital need identified by the stress test; and second, that they demonstrated their ability to raise private capital and issue long-term debt without the support of an FDIC guarantee. Under these conditions, nine of the nineteen institutions repaid $67 billion in TARP funds in June 2009, while raising nearly$30 billion in additional common stock. After extended discussions between Treasury and bank regulators, banks were issued guidance in November 2009 allowing them to repay $2 of TARP preferred equity for each dollar of new common equity they raised. Bank of America, Wells Fargo, and Citigroup all repaid TARP funds before the end of 2009 on the heels of this guidance. By the end of December we had gotten nearly $180 billion of cash back from the bank-rescue programs out of a total maximum outstanding of about $245 billion, or about two-thirds of the total bank rescues.

369 Chart, Extraordinary Commitments, but Not for Long: Federal Reserve includes Discount Window, Term Auction Facility (TAF), Primary Dealer Credit Facility (PDCF), ABCP MMMF Liquidity Facility (AMLF), AIG, Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), Commercial Paper Funding Facility(CPFF), Maiden Lane, Maiden Lane II, Maiden Lane III, Asset Guarantee Program(AGP), Term Securities Lending Facility (TSLF), and central bank swap lines. Excludes all

Federal Reserve purchases under the quantitative easing programs. Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) includes temporary increase in deposit insurance from $100,000 to $250,000 (pre-Dodd-Frank Act), Transaction Account Guarantee (TAG) through December 2010 (does not include Temporary Unlimited Coverage for Noninterest-Bearing Transaction Accounts under the Dodd-Frank Act), Temporary Liquidity Guarantee Program (TLGP), and Asset Guarantee Program (AGP). U.S. Treasury Department (Treasury) includes TARP, temporary guarantee program for money market funds, agency MBS purchase program, and gross draws under GSE preferred stock purchase agreements.

380 changed the trajectory of the recovery: 11 million households—22 percent of mortgage borrowers—were underwater, of which three quarters were current on their mortgage payments. A large share of the money spent to eliminate negative equity would have been directed to current borrowers, and as a result the overall economic impact of that would be very small. My economics team figured that increases to wealth from the reduction of negative equity would result in only an annual three- to five-cent increase in GDP for every dollar spent on debt reduction; by contrast, a dollar of stimulus used to increase income would have at least ten times that effect in the year it was received.

第十章 变革之争

390 This was a necessary condition, though not a sufficient condition: As discussed in chapter 3, low interest rates were only partly a function of monetary policy. The Fed increased short-term rates by over 4 percentage points between 2004 and 2006, but a huge amount of foreign money was flooding the country's capital markets, pushing down interest rates for longer-term products like mortgages.

390 the crisis became a kind of Rorschach test: A Boston Fed paper by three economists—Christopher Foote, Kristopher Gerardi, and Paul Willen—called"Why Did So Many People Make So Many Ex Post Bad Decisions?: The Causes of the Foreclosure Crisis" explored the data

behind the causes of the housing bubble and foreclosure crisis. Instead of fraud, misplaced incentives, or new products, the twelve facts they present about the crisis make a compelling case that distorted beliefs about home price appreciation drove lenders and borrowers to make overly optimistic decisions about investments in housing.

390 repeal of . . . Glass-Steagall limits on bank activities: While much attention has been given to Congress's formal repeal of Glass-Steagall in 1999 through the Gramm-Leach-Bliley Act, in practice many of the law's original restrictions had already been lifted through regulatory changes during the 1980s and 1990s.

409 a surefire panic accelerant: Secured creditors are protected by the collateral underlying their loans in the event that a borrower defaults, which substantially reduces the risk that they will lose money. But imposing haircuts on secured creditors would mean that they could no longer count on the full value of their collateral to backstop their loan, making them far more likely to run for the exits during times of financial distress.

425 Chart, Stronger New Global Shock Absorbers: Basel I: Tier 1 Common requirement extrapolated from regulatory guidance that common equity should be the "dominant component" of the 6 percent Tier 1 Capital "well capitalized"standard. Basel III: 7 percent Tier 1 Common includes a 4.5 percent minimum and a 2.5 percent capital conservation buffer. Common capital surcharge reflects the 2.5 percent maximum surcharge currently applied to the largest global banks. The only U.S. bank currently in the 2.5 percent bucket is JPMorgan. In total, eight U.S. banks are subject to a common capital surcharge as of November 2013 under BIS standards, which will be phased in through 2019. Basel III Adjustments: In addition to increasing capital requirements, Basel III substantially increased the risk weights on certain types of assets and limited the extent to which various factors could count to the common equity requirement.

441 eurozone: "Eurozone" denotes the subset of sixteen European nations—later seventeen when Estonia joined at the beginning of 2011, then eighteen when Latvia joined at the beginning of 2014—that comprise the economic and monetary union using the euro as its currency, not to be confused with the "European Union,"which is a broader set of twenty-eight countries that collectively function more like a trading bloc.

464"the Boehner Rule": Under any plausible budget plan, the Boehner Rule would require massive spending cuts. In May 2011, Treasury put out a fact sheet that explained: "Even if the House Republican Budget were made law immediately, the debt limit would still have to be increased within the next several weeks. Additionally, according to Congressional Budget Office and House Budget Committee estimates, the spending included in the House Republican Budget Resolution would necessitate a nearly $2 trillion increase in the debt limit by the end of Fiscal Year 2012. Moreover, it would require trillions of dollars in additional debt limit increases beyond that amount for the next several decades." The Boehner Rule would have required trillions of dollars of additional spending cuts beyond the extreme cuts in the Republican budget proposals, which would have hurt the economy as it was trying to recover.

后 记 金融危机的反思

496 projected to generate a positive return for the taxpayer of more than$150 billion: We will earn well over a hundred billion dollars on our crisis response programs. The FDIC now estimates it will "lose" $88 billion on the small bank failures; however, by law it has to recoup these costs through higher deposit insurance fund assessments on all banks, so taxpayers have no exposure to those potential losses. By making the deposit insurance fund assessment based on total assets rather than total insured deposits, Dodd-Frank shifted the burden of higher deposit insurance fees toward large banks.

497 Chart, Projected Taxpayer Returns from the Crisis Response:

All estimates reflect the conventions adopted by OMB and CBO for the respective programs for budget purposes, including both realized gains to date and projected future returns unless otherwise noted. These estimates may change due to future market conditions. Some estimates include financing costs (when required by law or budgetary conventions for the particular program), while others are projected on a cash-in/cash-out basis. Charts include income and costs for the financial stability programs only. They do not include figures related to the Recovery Act or tax revenues lost from the financial crisis. Unless otherwise noted, data come from Treasury Department, "The Financial Crisis Five Years Later," or relevant financial disclosures from the Federal Deposit Insurance Corporation, Federal Reserve Board, and U.S. Treasury Department.

Federal Reserve Board

Federal Reserve General Liquidity Programs. Reflects gross income and fees from each program on a cash-in/cash-out basis. For more information, see "Federal Reserve Liquidity Facilities Gross $22 Billion for U.S. Taxpayers" (http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2012/11/federal-reserve-liquidity-facilities-gross-22-billion-for-us-taxpayers.html).

Bear Stearns Commitment. Reflects net realized gain/income of $765 million of accrued interest and $1.5 billion mark-to-market value of remaining assets in Maiden Lane LLC. Source: November 2013 Quarterly Report on Federal Reserve Balance Sheet Developments.

U.S. Treasury Department

TARP Bank, Credit and Auto Programs. Estimates of the impact of TARP programs and investments on the Federal budget. Includes financing costs and a market risk-adjusted discount rate. Includes Treasury portion of $425 million termination fee from Bank of America that was apportioned between the Treasury, Federal Reserve, and FDIC, and proceeds from Citigroup TruPS provided in

consideration for ring fence. Source: Treasury Department, "The Financial Crisis Five Years Later," TARP Monthly 105(a) Report to Congress.

AIG Commitments. Represents realized gains on a cash-in/cash-out basis (not including financing or administrative costs). Includes repayments, other income, and canceled commitments in excess of disbursements and commitments over the life of the programs from September 2008 to December 2012. On a cash basis, Treasury realized a gain of $5.0 billion overall, while the FRBNY realized a gain of $17.7 billion. Note that Treasury's holdings of AIG common shares consisted of shares acquired in exchange for preferred stock purchased with TARP funds(TARP shares) and shares received from the trust created by the FRBNY for the benefit of Treasury as a result of the FRBNY loan to AIG (non-TARP shares). Treasury managed the TARP shares and non-TARP shares together, and disposed of them pro-rata in proportion to its holdings. In addition, as noted above, the official TARP estimates include financing costs (Treasury borrowing). A cash-in/cash-out basis (without financing or administrative costs) is used here in order to present the results of the Treasury and Federal Reserve assistance to AIG on a combined basis. Source: U.S. Treasury Department AIG Wrap-Up and New York Federal Reserve Bank of New York AIG Financial Information.

*TARP Housing Programs.*The CBO May 2013 figure is an estimate of total amount disbursed over the programs' lifetimes. OMB currently estimates a $38 billion cost, assuming that all funds currently allocated to the programs are disbursed. Source: Congressional Budget Office.

Fannie/Freddie Conservatorship.$188 billion gross preferred stock purchase agreement disbursements net of $55 billion of dividends through December 31, 2012, and projected dividends through FY2023 of $220 billion, adjusted for FY2014 Mid-Session Review. Source: Office of Management and Budget FY2014 Budget and Mid-Session Review.

Money Market Fund Guarantee and State and Local HFA Initiative. Reflects Treasury estimates of income/costs.

*Treasury MBS purchases.*Represents taxpayers' total cash returns of $250 billion from MBS portfolio through sales, principal, and interest, which exceeds initial investment by $25 billion. The program generated a negative subsidy of $12 billion on a Federal Credit Reform Act basis. Source: U.S. Treasury Press Release "Treasury Completes Wind Down of Mortgage-Backed Securities Investment, Generates$25 Billion Positive Return for Taxpayers," March 19, 2012.

FDIC

*Transaction Account Guarantee.*The FDIC collected $1.2 billion in fees, net of estimated TAG losses on failures of $2.1 billion as of December 31, 2012. Does not include Temporary Unlimited Coverage for Noninterest-Bearing Transaction Accounts under the Dodd-Frank Act.

*Temporary Liquidity Guarantee Program.*FDIC collected $10.4 billion in fees, net of estimated TLGP losses on failures of $153 million as of December 31, 2012. Includes FDIC portion of $425 million termination fee from Bank of America, and proceeds from Citigroup TruPS provided in consideration for ring fence.

515 Chairman Bernanke pursue such aggressive monetary policy actions: A central objective of post-crisis monetary policy is to get the nominal interest rate below the nominal rate of GDP growth, which will help facilitate a softer deleveraging, or what the hedge fund manager Ray Dalio describes as a "beautiful deleveraging." The Fed was able to deploy monetary policy that helped accomplish that objective.

515 resolution authority to allow the orderly wind-down of failing financial firms: Though it is a significant enhancement to our pre-crisis toolkit, the new statutory resolution authority will not make the system invulnerable to damaging runs and contagion. While

resolution authority may be effective in the case of an idiosyncratic failure, it may be less effective in addressing a panic. For instance, if resolution is triggered by a run on a systemically important firm, many other firms are likely to be experiencing at least some liquidity problems; the act of putting one firm into resolution may cause the creditors and counterparties of other firms to accelerate the rate at which they are pulling back. Committing to protect short-term debt will help slow the run, but it may not solve the problem—and will create the incentive for creditors to shorten the maturity of their exposure to banks as risk increases, thus making the broader system more vulnerable. That's why an array of firefighting tools in addition to resolution authority, such as liquidity facilities and broad-based guarantees, are needed to stem broad-based, systemic panics when they occur.

518 The principles of effective crisis response: There are lots of different types of financial crises. The principles described here are most relevant in financial crises that follow long booms in private credit in developed economies that retain the ability to borrow in their own currency and have banking systems of a manageable size relative to GDP. Emerging economies, or countries such as Greece and Ireland with unsustainable fiscal positions or banking systems many times the size of their economies, face a different set of challenges that may require a different set of policy responses, as well as a different mix of financing and restructuring.

518 tempting to try to maximize the immediate losses: Guarantees can be designed lots of different ways, and many have argued that it would be better to extend them only to short-term borrowing and never to long-term senior debt. The risk in this approach is that it strengthens the incentives for banks to fund themselves with short-term debt in the future, increasing their vulnerability to runs.